

Inhalt

Inhalt	I
Abbildungsverzeichnis	III
Abkürzungsverzeichnis	IV
1 Einleitung	1
1.1 <i>Problem- und Zielstellung der Arbeit</i>	<i>1</i>
1.2 <i>Inhaltlicher Aufbau der Arbeit</i>	<i>3</i>
2 Rahmenbedingung und Entwicklung indirekter Immobilienanlagevehikel	5
2.1 <i>Abgrenzung direkte/indirekte Immobilienanlagen</i>	<i>5</i>
2.2 <i>Entwicklung indirekter Immobilienanlagen</i>	<i>9</i>
2.3 <i>Finanzkrise</i>	<i>14</i>
3 Nicht-börsengehandelte Immobilienanlage-vehikel und deren Marktrelevanz	20
3.1 <i>Offene Immobilienpublikumsfonds</i>	<i>20</i>
3.1.1 <i>Immobilienfondsspezialfonds</i>	<i>27</i>
3.2 <i>Immobilienfondsdachfonds</i>	<i>29</i>
3.3 <i>geschlossene Fonds</i>	<i>31</i>
3.4 <i>Marktentwicklung und Marktrelevanz</i>	<i>34</i>

4	börsengehandelte Immobilienanlagevehikel und deren Marktrelevanz	39
4.1.1	<i>Immobilienaktien</i>	39
4.1.2	<i>REITs</i>	40
4.2	<i>verbriefte Immobilienanleihen</i>	43
4.2.1	<i>Hypothekendarpfandbriefe</i>	43
4.2.2	<i>Mortgage backed Securities</i>	46
4.3	<i>Marktentwicklung</i>	49
5	Fazit und Ausblick	53
	Quellenverzeichnis	VI
	Anlage I XII	
	Anlage II	XIV
	Anlage III	XV
	Anlage IV	XVI
	Anlage V	XVII
	Anlage VI	XVIII
	Selbstständigkeitserklärung	XIX

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1 Die vier Quadranten der Immobilienanlage.....	8
Abb. 2 Tendenzen an den Finanzmärkten: Übersicht	12
Abb. 3 Indirekter Immobilienbesitz in Deutschland.....	14
Abb. 4 Das Investmentsystem.....	21
Abb. 5 Anlagegegenstände und Anlagegrenzen Offener Immobilienfonds	23
Abb. 6 Zum Konstrukt eines geschlossenen Fonds	32
Abb. 7 Finanzierungstechnik der Pfandbriefbanken.....	44
Abb. 8 Grundkonstruktion der ABS-Finanzierung	47

Abkürzungsverzeichnis

AIFM	<i>Alternative Investment Fund Manager Directive</i>
AktG	<i>Aktiengesetz</i>
ABS	<i>Asset Backed Securities</i>
BVI	<i>Bundesverband Investment und Assetmanagement</i>
CMBS	<i>Commercial Mortgage Backed Securities</i>
GbR	<i>Gesellschaft bürgerlichen Rechts</i>
IDF	<i>Initiative Finanzstandort Deutschland</i>
IKB	<i>Deutsche Industriebank</i>
InvG	<i>Investmentgesetz</i>
KfW	<i>Kreditanstalt für Wiederaufbau</i>
KG	<i>Kommanditgesellschaft</i>
MBS	<i>Mortgage Backed Securities</i>
PfandBG	<i>Pfandbriefbankgesetz</i>
RMBS	<i>Residential Mortgage Backed Securities</i>
REIT	<i>Real Estate Investment Trust</i>
REIT-G	<i>Real Estate Investment Trust Gesetz</i>
SoFFin	<i>Sonderfonds zu Finanzmarktstabilisierung</i>
VGf	<i>Verband geschlossener Fonds</i>
VDP	<i>Verband deutscher Pfandbriefbanke</i>

1 Einleitung

1.1 Problem- und Zielstellung der Arbeit

Grund und Boden, oder im weiteren Sinne Immobilien, ist vielleicht der älteste Vermögensgegenstand überhaupt. Im Jahre 2000 wurde nördlich von Tokyo eine 500.000 Jahre alte Hütte entdeckt welches bis heute, als ältestes, vom Menschen geschaffenes, Bauwerk gilt.¹ Auch die Thematik von (Immobilien-) Krediten, mittelbarer Immobilienbesitz, lässt sich beachtlich weit zurückverfolgen. Bereits sumerische Keilschriften aus dem Jahr 1900 v.Chr. belegen Hypothekengeschäfte zwischen Tempelpriestern und Bauern.²

Auch in unserer Zeit lässt sich der Vermögensgegenstand Immobilie in diese 2 Arten unterscheiden: direkte und indirekte Immobilienanlagen. Natürlich ist die klassische Direktinvestition - Bau oder Kauf einer Immobilie zur Eigennutzung oder Vermietung - der gängigere Vermögensgegenstand. Gleichzeitig sind aus Immobilien aber auch Kapitalmarktprodukte entstanden. Kapitalanleger haben bspw. die Möglichkeit, sich mit einem Teil der Mittel, an einem Teil eines Immobilienvermögens zu beteiligen. Dieser sogenannte Immobilienfonds und andere Formen der indirekten Anlagen erfreuen sich nicht nur Beliebtheit und großen Anlagevolumens, sondern sind vielmehr auch als Finanzprodukte fester Bestandteil am Markt und haben erhebliche Korrelation mit diesem.

Explizit zum gegenwärtigen Zeitpunkt erfährt die Thematik um indirekte Immobilienanlagen eine besondere Relevanz. Im Jahr 2007 sind es amerikanische Immobilienhypotheken die eine Krise auslösen deren Sphäre bis in die Finanz- und

¹ Vgl. Presstext Austria, 2000 abrufbar unter:
<http://www.pressetext.com/news/20000302046>

² Vgl. Bromberg, 1942, S.77-88

Realwirtschaft der Folgejahre reicht. Was im Frühjahr 2007 als 'Immobilienkrise' begann, artete in eine Banken- und Finanzkrise aus, die eine massive Rezession der Weltkonjunktur verursachte. Mangelnde Investitionen im Zuge des schwachen Wirtschaftswachstums gaben wiederum Anlass zur einer Staatsschuldenkrise im EURO-Raum, welche bis dato anhält und sich voraussichtlich erneut, negativ in der Realwirtschaft manifestieren wird. Als Gegenwirkung aus dieser Entwicklung entsteht in der Gesellschaft großes Misstrauen und starke Ablehnung gegenüber Finanzmarkt, Finanzintermediären und Finanzprodukten. Während dieses Misstrauen in einigen, von der Krise geprägten, Ländern sich in Protesten und Demonstration manifestiert, ist auch der Argwohn von Anlegern gegenüber einzelnen Finanzprodukten frappant.

Die offenen Immobilienfonds etwa, welche sich über Jahrzehnte großer Beliebtheit auf dem deutschen Anlagemarkt erfreuten, befinden sich seit nunmehr 4 Jahren in einem äußerst kritischen Zustand. Mitte 2008 zogen Anleger vermehrt Kapital aus offenen Immobilienfonds ab und Fondsanbieter mussten aufgrund von Liquiditätsengpässen die Rücknahme von Anteilsscheinen aussetzen, was zur weiteren Verunsicherung beitrug. Infolge der Liquidierung der sogenannten Filetstücke, also Immobilien mit guter Performance, entstand ein Überangebot am Markt, dass nicht nur Veräußerung selber erschwerte, sondern mit hohem Werteverlust der Verkaufserlöse ergo des Fondsvermögens einher ging. Insgesamt sind seit 2009 dreizehn offene Immobilienfonds, mit einem Volumen von rund 30 Mrd. Euro, eingefroren worden, davon befinden sich bereits 8 in der Auflösung.³

Konkurrierende Anlageformen wie die der Immobilienaktien und der geschlossenen Fonds wurden ebenso krisenbehaftet. Immobilienaktien leiden unter starker Volatilität und Unsicherheit am Aktienmarkt; ganz besonders in den letzten Jahren. Auch das rechtliche Konstrukt der geschlossenen Fonds erlitt starken Reputationsverlust. Geschlossene Fonds unterliegen, im Gegensatz zu offenen Fonds, größtenteils Dispositionsfreiheit. Oftmals gestalteten

³ Vgl. Financial Times Deutschland, 2012, abrufbar unter:
<http://www.ftd.de/unternehmen/versicherungen/verbot-von-immobilienspezialfonds-versicherer-schlagen-alarm/70085575.html>

Fondsinitiatoren Renditeerwartung intransparent oder berieten falsch über Risiken und Steuersparmodelle. Besonders geschlossene Film- und Schifffonds erhielten negatives Echo in den Medien. Im Umkehrschluss bedeutet dies, und die Krise der offenen Immobilienfonds, Umdisponierung zugunsten geschlossener Immobilienfonds (vgl. Punkt 3.4).

Diese Entwicklung und jüngst auch die Verabschiedung der AIFM-Richtlinien, welche das Aufsetzen von offenen Immobilienfonds verbieten und geschlossene Fonds regulieren, rücken die sogenannten German Real Estate Investment Trusts (G-REIT) ins Blickfeld. Die G-REITs bereichern seit 2007 das deutsche Anlageuniversum, konnten aber weder Anzahl der Gesellschaften noch Anlagevolumen wesentlich erhöhen.

Die Finanzkrise und deren Folgejahre bilden ein einzigartiges Zeitfenster: Die Krise des offenen Immobilienfonds bringt Verve in die Marktlandschaft indirekter Immobilienanlagevehikel. Aus diesem Grund sollen nicht nur die Konstrukte einzelner indirekter Immobilienanlagevehikel beleuchtet werden, sondern auch Augenmerk auf die Rahmenbedingung, vor und nach Finanzkrise, sowie die daraus resultierende Konsolidierung und Neuordnung am Anlagemarkt.

1.2 Inhaltlicher Aufbau der Arbeit

Wie bereits erwähnt ist das Verständnis des (Immobilien-) Marktes essentiell um Form einzelner Anlagevehikel zu erklären, mehr aber um Aussagen über die Marktrelevanz und -entwicklung derer treffen zu können.

Im folgenden Kapitel soll daher zuallererst wesentliche Merkmale von Immobilien und deren Markteigenschaften charakterisiert, sowie die Historie indirekter Immobilienanlagevehikel dargestellt werden. Auch müssen Kapitalmarktorientierung und Globalisierung, welche Rahmenbedingung des Entwicklungsprozesses von Finanzprodukten sind, erläutert werden. Das Kapitel schließt mit der Finanzkrise von 2008, deren Ursache zum Großteil auf indirekte Immobilienanlagevehikel zurückzuführen ist, und die gleichzeitig aber auch maßgeblichen Einfluss auf die heutige Marktlandschaft indirekter Anlageformen

hat.

Die folgenden 2 Teilbereiche stellen die gängigsten Anlagevehikel und deren Marktrelevanz vor. Untergliedert wird dabei in börsennotierte und nicht-börsennotierte Immobilienanlagevehikel. Punkt 3 beschreibt: offene Immobilienfonds mit Publikumsfonds und Spezialfonds als Unterarten, geschlossenen Fonds und den Immobiliendachfonds als nicht-börsennotierte Anlagevehikel. Letztere müssen differenziert betrachtet werden: Zwar investieren Immobiliendachfonds einen Großteil in konservative Immobilienfondsprodukte, mischen jedoch zur Erhöhung der Rendite börsennotierte Anlagegegenstände wie Aktien oder Zertifikate mit ein.

Im Punkt 4 wird auf börsennotierte Immobilienanlagevehikel eingegangen. Anlagen mit Aktiencharakter wie Immobilienaktien und REITs sind die geläufigsten und bilden den ersten Unterpunkt. Weiterhin werden bei den verbrieften Immobilienanleihen die Hypothekenpfandbriefe und deren angelsächsisches Äquivalent, die sogenannten Mortgage backed Securities (MBS), beleuchtet. Erstere sind für den deutschen Markt relevanter. Die Thematik der MBS ist aber erwähnenswert weil gerade die ungehinderte Vergabe von Hypotheken in den USA und deren Zahlungsausfälle als Ursache und Anlass der Finanzkrise gelten.

Das größte Anlagevolumen in Deutschland liegt bei Fondsprodukten und Immobilienaktien. Auch der jungen Anlageform der REITs gebührt Augenmerk. Aus dem angloamerikanischen Raum stammend, werden REITs in anderen Ländern stark nachgefragt. Und obwohl sich REITs in Deutschland noch nicht durchsetzen konnten, stehen ihre Entfaltungsmöglichkeit und Marktpotential nicht zur Diskussion. Auf zuletzt genannten Anlagevehikeln soll daher Schwerpunkt liegen. Die Kapitel 2 und 3 schließen jeweils mit Aussagen zur Marktentwicklung und derzeitige Marktrelevanz. Im letzten Kapitel konkludieren erwähnte Marktbeobachtungen in einem perspektivischen Fazit.

2 Rahmenbedingung und Entwicklung indirekter Immobilienanlagevehikel

Im ersten Unterpunkt des folgenden Kapitels soll zum einen indirekte und direkte Immobilienanlagen voneinander abgegrenzt werden, und aus welcher Logik heraus indirekte Immobilienanlage entstehen. Der zweite Unterpunkt skizziert Historie und Entwicklung der gängigsten Anlageformen. Abschließend wird auf Ursachen und Folgen der Finanzkrise eingegangen.

2.1 Abgrenzung direkte/indirekte Immobilienanlagen

Unter einer direkten Immobilienanlage versteht man den unmittelbaren Erwerb oder die Entwicklung einer Immobilie die zur Eigennutzung oder Vermietung bestimmt ist. Hauptgrund für eine Direktinvestition ist freilich Eigennutzung. Für Deutschland liegt die Eigentumsquote (2010) bei 45,7%.⁴ Daher, fast die Hälfte aller bewohnten Wohneinheiten unterliegen dem Eigentum privater Haushalte.

Direkte Immobilienanlagen sind generell mit Schwierigkeiten verbunden, da sie gegenüber anderen, konkurrierenden Anlageformen wesentliche Eigenschaften besitzen:⁵

⁴ Aus: Statistisches Bundesamt, Wohnsituation – Entwicklung der Eigentümerquote, 2012 abrufbar unter: <https://www.destatis.de/DE/ZahlenFakten/GesellschaftStaat/EinkommenKonsumLebensbedingungen/Wohnen/Tabellen/EntwicklungEigentuemersquote.html>

⁵ Vgl. Schulte, 2000, S.18

- Immobilität
- Heterogenität
- Dauer des Entwicklungsprozess
- Höhe des Investitionsvolumens
- Höhe der Transaktionskosten
- Länge des Lebenszyklus
- Begrenzte Substituierbarkeit

Unter allen Merkmalen, besitzen Immobilien eine Besonderheit, die Fungibilität und Kreis potentieller Investoren beschränkt: hoher, dauerhafter Kapitaleinsatz.⁶

Eine Eigentumswohnung kostet durchschnittlich etwa 167.650 Euro in Deutschland⁷ und übersteigt somit das durchschnittliche deutsche Anlagevermögen von 50.000 Euro deutlich.⁸

Kapitalintensität gilt für institutionelle Investoren gleichermaßen. Die Firma ThyssenKrupp, mit einer Marktkapitalisierung von 8,47 Mrd. € (Stand: 2012), investierte in den Neubau eines Stahlwerks in Brasilien 8 Mrd. € - mit ruinösen Folgen.

Selten werden Immobilien daher ohne Fremdmittel finanziert. Für die meisten privaten Anleger bedeutet dies, das sich der Erwerb auf eine oder wenige Objekte beschränkt und das (mehr als) ihr gesamtes Anlagevermögen an einem Sachwert gebunden ist und dadurch, ein sogenanntes Cluster-Risiko entsteht.

Zusätzlich führt Standortgebundenheit (Immobilität) und uneinheitliches Wesen (Heterogenität) zu Intransparenz des eigentlichen Vermögenswertes. Das Wirtschaftsgut Immobilie hat also eine Vielzahl von Risikofaktoren, denen nicht

⁶ Vgl. Schulte, 2000, S.21

⁷ Verkaufspreis Neubau, Erstbezug, mittlere bis gute Lage, ca. 70 m² Wohnfläche, Quelle: BulwienGesa AG, Stand 2011

⁸ Median des Nettovermögens privater Haushalte für das gesamte Bundesgebiet im Jahr 2003, Quelle: ZEW Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, (2005)

überkommen werden kann. Jedoch sind Immobilien Wunschbestandteil in den meisten Anlageportfolios.

Attraktiv für Kleinanleger sind besonders steuerliche- und erbschaftsrechtliche Vorteile aber auch Aspekte wie Wertbeständigkeit, Inflationssicherheit und Kreditsicherheit sind Vorzüge die private Anleger und institutionelle Investoren gleichermaßen genießen. Als Kapitalanlage kann die Rendite des Mietzinses im Vergleich zu volatileren Anlagen zwar nur schwerlich mithalten, der Substanzwert einer Immobilie ist jedoch weitgehend Resistent gegenüber volkswirtschaftlichen Entwicklungen und daher etwaigen Werteverlust. Anleger fliehen daher besonders in Krisenzeiten in Sachwerte explizit in Immobilienvermögen.

Genannte Aspekte verdeutlichen das direkte Immobilieninvestitionen als reine Kapitalanlagen attraktiv aber risikobehaftet sind. Rein theoretisch kann ein, durch Investition in unterschiedliche Nutzungsarten oder Standorte, wertbeständiges und risikodiversifiziertes Immobilienvermögen gebildet werden, praktisch aber, limitiert hohe Kapitalbindung und mangelnde Marktkenntnis die Anleger auf ein oder wenige Objekte.

Die Alternative hierzu ist der Erwerb indirekter Immobilienanlagen. ‚Indirekt‘ weil es sich um Finanzanlagen handelt, denen kein direktes Sachvermögen gegenübersteht. Unterscheiden lassen sich diese wie folgt: Bei Anlagen mit Eigenkapitalcharakter ist das investierte Kapital eines Anlegers nicht gleichbedeutend mit dem Eigentum an einer Immobilie, vielmehr erwirbt der Investor Anteile eines Finanzintermediärs und dessen, aus Immobilienvermögen, generierten Nutzungserträge.⁹ Zu den indirekten Immobilienanlagen zählen gleichermaßen auch Anlagen mit Fremdkapitalcharakter wie klassische Immobilienkredite und deren verbriefte Form.

⁹ Vgl. Rehkugler, 2008, S. 6

Weiter können Anlagen differenziert werden ob sie öffentlich oder an einem Sekundärmarkt bzw. nicht-öffentlich gehandelt werden (vgl. Abb.1).¹⁰

	Eigenkapital (Equity)	Fremdkapital (Debt)
nicht-börsengehandelt (Private)	<ul style="list-style-type: none">- offene Fonds- geschlossene Fonds	<ul style="list-style-type: none">- traditionelle langfr. Darlehen- Projektentwicklungskredite- Zwischenkredite
Börsengehandelt (Public)	<ul style="list-style-type: none">- Immobilienaktiengesellschaften- REITs	<ul style="list-style-type: none">- Hypothekenspfandbriefe- Mortgage Backed Securities

Abb. 1 Die vier Quadranten der Immobilienanlage

Diese Finanzprodukte, sogenannte Anlagevehikel, sind Bestandteil des organisierten Kapitalmarkts. Dieser erfüllt die folgenden vier Funktionen, die den Unzulänglichkeiten der Immobilie als Sachwert entgegengewirkt.¹¹

- **Losgrößentransformation:**

Wie bereits erwähnt, bindet direkter Immobilienerwerb langfristig viel Kapital. Anlagevehikel hingegen aggregieren geringen Kapitaleinsatz vieler Investoren zu einem großen Kapitalbetrag. Immobilienaktien, REITs und Anteile an offenen Immobilienfonds werden bereits für wenige Euro ausgegeben.

- **Risikotransformation:**

Der flexiblere Einsatz von Anlagekapital geht mit der Möglichkeit einher Anlagevermögen in verschiedenen Immobiliennutzungsarten, Standorte zu diversifizieren und damit das Risiko zu mindern. Im Gegensatz zur Direktinvestition ist man so vor Standort- und Teilmarktrisiken gefeit.

¹⁰ Vgl. Abb. Rehugler, 2008, S.8

¹¹ Rehugler, 2008, S.8

- **Fristentransformation:**

Die Veräußerung einer Immobilie bestenfalls im Zeitfenster von mehreren Monaten möglich. Zusätzlich fallen hohe Transaktionskosten an. Die Notwendigkeit eines raschen Verkaufs kann auch zu Wertverlust führen. Indirekte Anlagen lassen sich in der Regel dynamischer handeln. Offene Fondsanteile, Aktien und REITs können – rein theoretisch – börsentäglich gehandelt werden. Schuldverschreibungen haben ein Kündigungsrecht von mehreren Jahren. Ausnahme bilden Anteile an einem geschlossenen Fonds, die nur über einen Zweitmarkt gehandelt werden können.

- **Informationstransformation:**

Da Immobilien ein absolut heterogenes Wirtschaftsgut sind, sind sie nicht miteinander vergleichbar und der Vermögenswert daher nur schwerlich einschätzbar. Der Vermögenswert von offenen Immobilienfonds, Aktien und REITs wird börsentäglich ausgerufen, bei Schuldverschreibungen ist er transparent und bei geschlossenen Fonds sollte er abrufbar sein. Indirekte Immobilienanlagen sind also informationseffizient, im Gegensatz zum Immobiliensachwert.

Indirekte Immobilienanlagen bieten zwar Vorteile hinsichtlich Diversifikation und Fungibilität sind aber keinesfalls als die bessere Immobilienanlage zu verstehen. Jüngste Entwicklungen haben gezeigt, dass eine Dynamik von Kapitalmarktrisiken ausgehen kann, die noch weniger beherrschbar ist als das systematische Risiko einer Direktanlage.

2.2 Entwicklung indirekter Immobilienanlagen

Immobilienanlagevehikel sind zum Teil mehrere hundert Jahre alt. In den letzten Jahrzehnten haben sich Anlagebedürfnisse im Zuge von Tertiarisierung, Kapitalmarktorientierung und Globalisierung aber dahingehend geändert, dass Finanzprodukte größere Komplexität und Relevanz und Tragweite am Kapitalmarkt besitzen.

Das vielleicht älteste Immobilienanlagevehikel im weiteren Sinne ist gleichzeitig die älteste Aktie der Welt. Eine Urkunde aus dem Jahr 1288 verbrieft 12,5% Anteil des Bergwerkes von Falun zugunsten des Bischofs von Västerås.¹²

Im Königreich Preußen wurden die ersten immobilienbesicherten Schuldverschreibung geschaffen. 1770 wurde von der „Schlesischen Landschaft“, eine Gesellschaft schlesischer Grundbesitzer, die erste verbrieft Immobilienbesicherung herausgegeben.¹³

Genannte Aspekte verdeutlichen das der Transformationsgedanke (vgl. Punkt 2.1) so alt wie der Kapitalmarkt selbst ist.

Die Idee einer Kapitalsammelstelle ist ebenfalls lange bevor dem heutigen Finanzmarkt entstand. Der niederländische Kaufmann van Ketwich legt 1774 den ersten Investmentfonds auf und bündelt Kapital der Anleger um mit Schuldverschreibung niederländischer und ausländischer Regierungen zu handeln. 1923 ist es der deutsche Ökonom Hermann Zickert mit seinem gleichnamigen Investmentclub der die Fondsidee erstmals in Deutschland initiiert. In den Folgejahren allerdings wird der „Zicker'sche Kapitalverein“ Opfer der Weltwirtschaftskrise von 1929 und der Gleichschaltung des nationalsozialistischen Regimes. Das 1957 verabschiedete Kapitalanlagegesellschaftengesetz (KAGG) bildete die rechtliche Grundlage und ist heute Bestandteil des Investmentgesetzes (InvG). Der erste deutsche Immobilienfonds wurde 1959 vom C gegründet (iii) aufgesetzt und hatte 1961 ein Fondsvolumen von 7 Millionen Euro. In den folgenden Jahrzehnten war das Wachstum offener Immobilienfonds überschaubar und konkurrierende Anlageformen wurden bevorzugt. Erst Anfang der 90er Jahre setzte eine Entwicklung bezüglich Anzahl der Fonds sowie Höhe des Fondsvolumens ein. 1991 gab es zwölf verschiedene Fonds mit einem kumulierten Anlagevolumen von 9,8 Milliar-

¹² Vgl. Rydberg, 1979, S.12

¹³ Vgl. Abb. Schulte, Bone-Winkel, Vogler, 1998, S. 711

den Euro. Bis 1999 wuchs Anzahl der Fonds auf 16 mit einem Anlagevolumen von 49 Milliarden Euro.^{14 15}

Der deutsche Anlagemarkt ist generell konservativ geprägt: In den frühen 80ern waren Bauherren- und Erwerbermodelle mit 50% Marktanteil die beliebteste Anlageform. Viele neue Kleinanleger erhofften sich dadurch Steuervergünstigung. Bis 1983 wuchsen daher Gesamtinvestition im Anlagemarkt von ca. 28 Milliarden Euro auf 44 Milliarden Euro, mit rund 60% Prozent Investition in Wohnimmobilien. Immobilienfonds hatten nur weniger 20% Marktanteil und mussten sich durch diese Entwicklung auf Gewerbeimmobilien fokussieren. Als das Bauherrenmodell als Anlage Mitte der 80er scheiterte und viele Anleger ruinierte, drängten Investoren in geschlossene Fonds und diese erlebten eine Hochphase.¹⁶

Wertpapiere wurden auf dem deutschen Immobilienanlagemarkt wenig gefragt. Erst mit Ende der 90er, als sich aus Unternehmen mit hohen Immobilienvermögen Aktiengesellschaften abspalten, nahm deren Beliebtheit zu. In der Vereinigten Staaten hingegen wird der Anlagemarkt von Immobilienaktien, den sogenannten REITs, dominiert. 1960 wurde in den Vereinigten Staaten von Amerika der Real Estate Investment Trust Act verabschiedet und damit die Investitionsmöglichkeiten der REITs geschaffen; und im Anschluss auch in Australien, Kanada und Japan übernommen. Ebenso wie die Immobilienfonds in Deutschland war die Nachfrage nach dem neuen Anlageprodukt verhalten, erst Ende der 60er setzte eine vorübergehende Boomphase ein. Im Zeitraum von 1969 bis 1973 wuchs die Anzahl der REIT-Gesellschaften von 38 auf 322 an. Die, durch Vietnamkrieg und Ölkrise verursachte, Rezession ließ den REIT-Markt wieder schrumpfen. Erst in den frühen 90er Jahren setzte erneut eine starke Wachstumsphase ein.¹⁷

¹⁴ Vgl. BVI, Chronologie der Investmentfondsanlage. S.1, abrufbar unter:
http://www.bvi.de/de/investmentfonds/basiswissen/download/2010_09_28_IF-Geschichte.pdf

¹⁵ Siehe Anlagen Teil I, S.3, Tabelle: Vermögen der Publikumsfonds

¹⁶ Vgl. Schulte, Bone-Winkel, Vogler, 1998, S. 43ff

¹⁷ Vgl. Schulte, Bone-Winkel, Vogler, 1998, S. 743ff

Die Rahmenbedingung der Anlagevehikel, so wie man sie heute kennt, und deren dynamische Entwicklung beginnen mit der Auflösung der Sowjetunion als Völkerrechtssubjekt und die daraus resultierende Liberalisierung der Weltwirtschaft.

Starkes Wachstum in den Finanzdienstleistungssektoren der Industrienation, noch vor 1990, bildeten die Grundlagen, welches durch weitere Einflussfaktoren verstärkt wurde:¹⁸

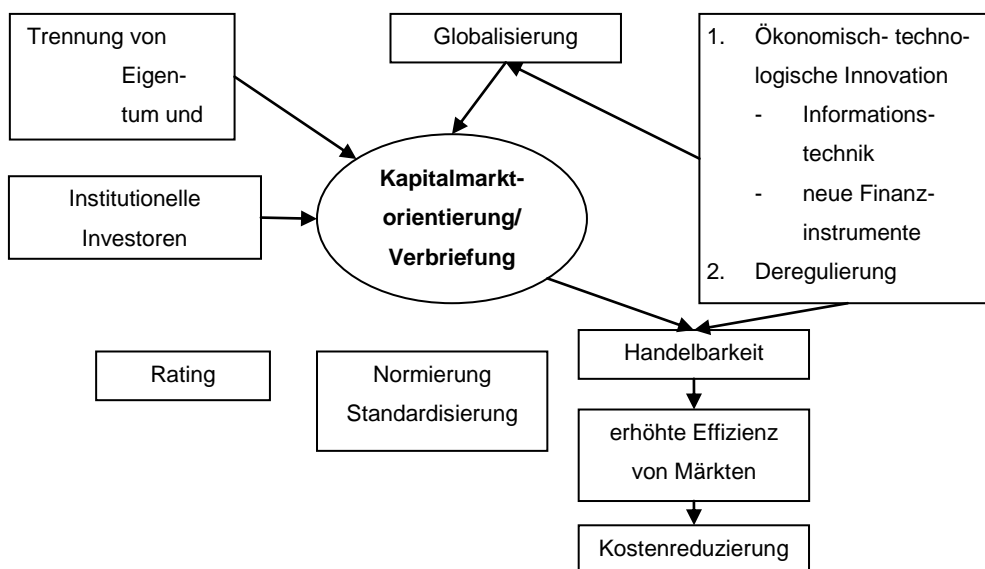


Abb. 2 Tendenzen an den Finanzmärkten: Übersicht

Durch Liberalisierungsdrucks und anhaltende Deregulierungen wurden Märkte geöffnet und vereinheitlicht. Gleichzeitig wurden konventionelle Geschäftsbereiche von Finanzdienstleistern durch technologischen Fortschritt rationalisiert und der Investmentbereich gestärkt. Dies wiederum bedeutete eine erhöhte Vermarktung und Vertrieb von Finanzinstrumenten. Auch das Anlageverhalten von institutionellen Investoren hat sich, durch die Globalisierung entstandene

¹⁸ Vgl. Abb. Rehugler, 2008, S.11

Wettbewerbssituation, geändert. Zum einen bildeten sich aus Unternehmensfusionen und Übernahmen immer größere Anlagevermögen, welches wiederum unter dynamischen Gesichtspunkten angelegt werden musste.¹⁹

Diese Faktoren haben das Anlagevolumen von Privatanlegern und institutionellen Investoren in indirekte Immobilienanlagen gleichermaßen vervielfacht. Durch unterschiedliche Risikopräferenzen von institutionellen Investoren und Privatanlegern haben sich verschiedene Formen der indirekten Immobilienanlage etabliert.

Offene Immobilienfonds haben durch ihre Anlagesicherheit die stärkste Marktposition, gefolgt von den geschlossenen Fonds

Der Marktanteil von Immobilienaktien lag konsequenterweise bei weniger 5%. In den letzten Jahrzehnten werden diese aber vermehrt nachgefragt.

Bereits erwähnte REITs sind jüngstes Anlagevehikel in Deutschland. Obwohl schon im Koalitionsvertrag von 2003 die Einführung von REITs thematisiert wurde, wurde der sogenannte G-REIT (German-REIT) erst 2007 als steuerbegünstigtes Anlagevehikel anerkannt. Die Entwicklung des G-REITs liegt weit hinter den Erwartungen zurück. Seit ihrer Einführung gibt es nur vier notierte REIT-Gesellschaften mit einer kumulierten Marktkapitalisierung von 1,1 Milliarden Euro (vgl. Abb.3). Dass die Entwicklung der REITs durch die Finanzkrise gehemmt wurde, kann nicht zur Erklärung dienen. Zum Vergleich: Der ebenfalls 2007 eingeführte UK-REIT hat 2012, vertreten durch 23 REIT-Gesellschaften, eine Marktkapitalisierung von 20 Milliarden Pfund in Großbritannien.²⁰ Dies legt den Schluss nahe, dass das Konstrukt des G-REIT sich nicht mit den Anlegervorstellungen deckt.

¹⁹ Rehugler, 2008, S.11

²⁰ KPMG, 2012, S.2

Abbildung 3 fasst die derzeitige Marktsituation zusammen:²¹

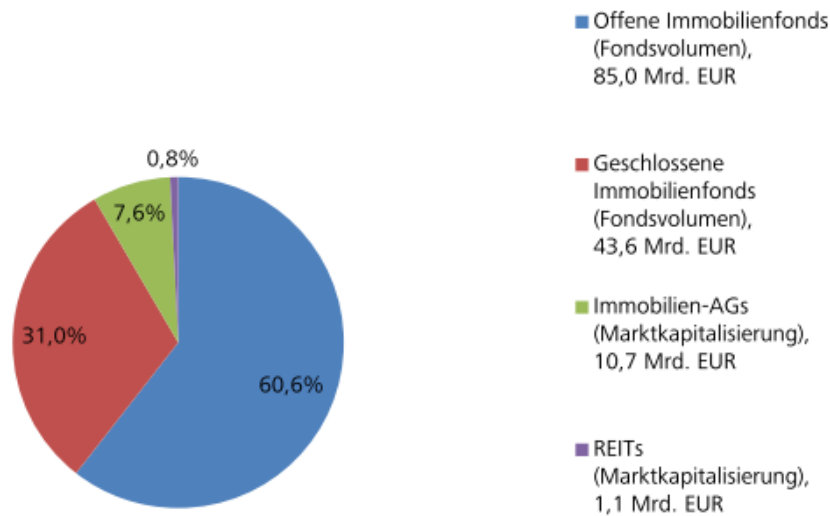


Abb. 3 Indirekter Immobilienbesitz in Deutschland

2.3 Finanzkrise

Die Marktentwicklung indirekter Immobilienanlagevehikel korreliert stärker mit dem Wertpapiermarkt als mit dem Immobilienmarkt. Das Zeitfenster der Finanzkrise hat daher maßgeblichen Einfluss auf die Marktlandschaft indirekter Immobilienanlagen. Eine komplette Rekonstruktion der Ereignisse um die Finanzkrise würden den Rahmen dieser Ausarbeitung sprengen, dennoch soll beschrieben werden.

Im Zentrum des Geschehens stehen die amerikanische Wohnbaufinanzierung und deren Kreditrisikotransfer durch verbriefte Schuldverschreibungen.

Der Zeitraum vor der Finanzkrise war geprägt durch starke Geldmengendynamik. Nach dem Platzen der sogenannten New-Economy-Blase und den Terroranschlägen des 11. Septembers 2001 drohte wirtschaftlicher Abschwung in den USA. Um dem entgegenzuwirken und konjunkturelle Wachstumsimpulse zu setzen, senkte die amerikanische Zentralbank den Leitzins auf 1%. Die dadurch freiwerdenden

²¹ Vgl. Abbildung Sebastian, Steining, Wagner-Hauber, 2011, S.2

Kreditmittel regten die Konsumbereitschaft der US-Amerikaner, besonders im Bereich der Eigenheimfinanzierung, massiv an.²²

Die wachsende Nachfrage nach Immobilienvermögen spiegeln sich im Preis wieder: Von 1996 bis 2005 hatten sich die durchschnittlichen Preise für Wohnimmobilien verdreifacht.²³ Dadurch wurden Eigenheime auch zum Spekulationsobjekt für mittlere Gesellschaftsschichten.

Gestützt wurde dieses Phänomen durch die freiheitlichen Regularien der Kreditvergabe der amerikanischen Wohnbaufinanziers. Kreditnehmer in den USA hatten beispielsweise das Recht; Kredite, ungeachtet deren Laufzeit und ohne etwaige Strafzinsen, jederzeit zu tilgen und konnten sich somit bei niedrigeren Marktzinsen günstig refinanzieren. Außerdem haften in vielen Bundesstaaten Hypothekennehmer nicht mit dem persönlichen, sondern mit dem besicherten Grundvermögen und können sich so mit geringem Vermögensverlust wieder von der Immobilie trennen. Bis 2006 war die Situation am Hypothekenmarkt war für Schuldner und Banken dahingehend unkritisch, da selbst bei einem Kreditausfall, die Kreditposition durch den hohen Gegenwert der Immobilien besichert war. Kreditnehmer konnten somit ihre Immobilie mit weiteren Hypotheken beleihen und ihr Immobilieneigentum aufgeben und der Bank überlassen.²⁴

Da sich Hypothekenbanken über die Verbriefung der Hypotheken außerordentlich gut refinanzieren konnten, wurde die Kreditvergabe extensiviert und Kreditnehmer mit mäßiger bis schwacher Bonität mit eingeschlossen.

Die Vergabe dieser sogenannten Subprime-Kredite wuchs von 216 Milliarden Dollar im Jahr 2001 auf 600 Milliarden Dollar im Jahr 2006.²⁵ Damit war es auch vermehrt niedrigeren Einkommensschichten möglich, sich ein Eigenheim zu finan-

²² Vgl. Krassin, Tran, Lieven, 2009, S.86

²³ Vgl. Mian/Sufi, 2007, S.12

²⁴ Vgl. Rudolph, 2011, S.155-156

²⁵ Vgl. Voigtländer, 2008, S.6-14

zieren. Dies geschah oftmals auf Basis variabler Gleitzinssätze (Adjustable Rate Mortgages). Der Hypothekenzins ist also abhängig vom Marktzins der Kreditinstitute bzw. vom Leitzinssatz der amerikanischen Notenbank. Der Anteil von Hypotheken auf Gleitzinsbasis soll 2006 bei 50% des Kreditvolumens gelegen haben.²⁶

Bedingt durch den sukzessiven Anstieg des Leitzinsniveaus ab 2004, stieg Zins- und Tilgungsbelastung stark an und gerade die Gleitzinsprodukte im Subprime-Segment konnten nicht mehr bedient werden. Von 2005 bis 2007 erhöhte sich die Kreditausfallrate von vier auf zehn Prozent.²⁷ Durch die Vielzahl der Verkaufsabsichten entstand ein Überangebot am Immobilienmarkt und die Marktpreise verfielen drastisch. Das Immobilienvermögen der Kreditinstitute und der Privatanleger musste, im Zuge gewaltiger Abschreibung, Neubewertet werden. Die Existenz einer Immobilienblase wurde evident. Das Platzen der Blase unterstreicht das Zeitfenster zwischen 2007 und 2009: der Wert aller Wohnimmobilien in den USA hatte sich um 7 Billionen Dollar verringert.²⁸

Genannte Entwicklung reflektieren das Entstehen und Platzen der amerikanischen Immobilienblase, um den Übergang zur Finanzkrise zu erläutern, muss die bereits erwähnte Verbriefung der Mortgage Backed Securities beleuchtet werden. Deren Finanzierungstechnik wird im Punkt 4.2.2 näher erläutert.

Das Überschwappen der Subprime-Krise lässt sich nicht genau auf einen Auslöser festmachen. Die bereits erwähnte Zunahme von Kreditausfällen führten zu Abschreibungen in den Kreditportfolios institutioneller Investoren. Als erstes Kreditinstitut stellte die New Century Financial Corporation, zweitgrößte Hypothekenbank für Subprime Mortgages, am 2. April 2007 Antrag auf Gläubigerschutz.²⁹

²⁶ Vgl. Rudolph, 2011, S.159

²⁷ Vgl. IOSCO, 2008, S.3

²⁸ Vgl. Rudolph, 2011, S.161-162

²⁹ Vgl. Borio, 2008, S. 26 ff.

Im Juli und Juni 2007 stufte Standard and Poor's und Moody's, die zusammen mit Fitch Ratings die drei essentiellen Bewertungshäuser in den USA bilden, Wertpapiere aus dem Subprime-Segment im Wert von mehreren Milliarden ab. Durch den daraus entstehenden Verkaufsdruck brachen sowohl Preise, als auch Nachfrage für Subprime Forderung massiv ein. Bis November 2007 sank der ABX Index für Subprime-MBS um sagenhafte 80%. Die Abschreibungen in den Bilanzen der Banken gingen Hand in Hand mit Liquiditätsengpässen und Kursverfall der emittierenden Kreditinstitute, und letztlich auch mit Vertrauensverlust auf dem Interbankenmarkt welches sich in erhöhten Risikoprämien für Interbankenkredite äußerte.³⁰

Durch die anhaltende Skepsis griffen Kursverluste auch MBS-Tranchen mit sehr guter Bonität über.³¹

Da auch deutsche Kreditinstitute beachtliche Portfolios solcher Wertpapiere hielten, geriet August 2007 auch erstmals der deutsche Kreditmarkt in Schieflage.

Um ein Zahlungsausfall der Zweckgesellschaft der deutschen Industriebank (IKB) zu verhindern, übernahm die Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) Verpflichtungen in Höhe von 8,1 Milliarden Euro. Ebenso war die Zweckgesellschaft der Landesbank Sachsen auf eine Liquiditätspritze von 18,3 Milliarden angewiesen. Diese Zweckgesellschaften, auch Conduits genannt, waren Tochtergesellschaften der Kreditinstitute aber außerhalb ihrer Bilanz und ohne regulatorisches Eigenkapital tätig; dennoch sind die Kreditinstitute für die Liquidität ihrer Zweckgesellschaften verantwortlich.³²

³⁰ Vgl. Rudolph, 2011, S.182-183

³¹ Vgl. Bafin, 2007, S.18

³² Vgl. Bafin, 2007, S.19, 22-23

Solche Liquiditätszusage deutscher Kreditinstitute für Conduits, wurde für das Jahr 2007 auf 250 Milliarden Euro beziffert.³³

Die Risikopositionen dieser Zweckgesellschaften waren im globalen Rahmen unwägbare geworden. Die Skepsis der Kreditinstitute untereinander erschwerte daher den Erhalt des Eigenkapitals und etwaige Refinanzierungsmöglichkeiten in der zweiten Jahreshälfte von 2007. Diese Entwicklung sind in erster Linie auf mangelnde Restriktion und regulatorische Rahmenbedingung seitens der supranationalen Finanzmarktpolitik zurückzuführen; zu nennen ist hier ist die, sich verzögernde Umsetzung des zweiten Baseler Eigenkapitalakkords.³⁴

Bis September 2008 standen die Finanzmärkte unter steter Spannung, mit der Insolvenz der Lehmann Brothers trat die Finanzkrise dann in ein neues Stadium. Das Bankhaus Lehman Brothers hielt große Beteiligungen am amerikanischen Hypothekenmarkt und fuhr im Zuge der Abschreibung diese Wertpapiere Milliardenverluste ein. Weder über Liquidierung eigener Vermögenswerte konnte sich die Bank refinanzieren; ebenfalls blieb Kapitalzuführung durch Interbankenkredite oder durch staatliche Zuschüsse verwehrt und das Bankhaus musste am 15.September Insolvenz anmelden.³⁵

Die Finanzmärkte reagierten auf die erste Insolvenz eines systemrelevanten Kredithauses panisch. Lehmann Brothers hatte eine zentrale Rolle im Markt für Kreditderivate gespielt, deren Ausfall bedeutete brachte kaskadenartig erst Vertragspartner, dann immer mehr Geldhäuser in Schieflage. Renommiertere Finanzintermediäre wie Fannie Mae, Freddie Mac, Goldman Sachs, Morgan Stanley oder auch die American International Group (AIG), weltweit größter Versicherungskonzern, gerieten in eine unmittelbare Abwärtsspirale und waren auf staatliche Rettungsprogramme angewiesen. Im Zuge der Insolvenz der Lehmann

³³ Vgl. Rudolph, 2011, S.188

³⁴ Vgl. Rudolph, 2011, S.190-192

³⁵ Vgl. Rudolph, 2011, S.194-196

Brothers meldete die deutsche Hypo Real Estate einen Liquiditätsengpass von 35 Milliarden Euro, da ihre langfristigen Kreditpositionen durch kurzfristig nicht mehr bedient werden konnten.^{36 37}

Weltweite wurde evident, dass die Finanzkrise sich zu einer Systemkrise entwickelt hatte. Weitere Liquiditätsengpässe drohten, da die Refinanzierung durch Interbankenkredite nun nahezu komplett austrocknete und durch den Einbruch von Wertpapierkursen massiv Kapital abgezogen wurde.³⁸ Die Regierungen waren gezwungen durch Rettungsmaßnahmen zu intervenieren.

Aus Angst, dass die Bevölkerung Banken anstürmt um ihre Ersparnisse zu sichern, erklärte die Bundesregierung die Garantier aller privaten Spareinlagen. Um das Vertrauen in die Finanzmärkte wiederzugewinnen wurde Ende Oktober 2008 der Sonderfonds zu Finanzmarktstabilisierung aufgesetzt (SoFFin), welcher Banken Refinanzierungsmöglichkeiten und langfristige Garantien einräumt. Bereits Ende September betrug die Stabilisierungshilfe der SoFFin 238,2 Milliarden Euro.³⁹

Der Kollaps des Finanzsystems konnte zwar verhindert werden, dennoch erlitten die meisten Wertpapiere der Anleger große Wertverluste. Den offenen Immobilienfonds wurde innerhalb weniger Tage Fonds massiv Mittel abgezogen, sodass sie die Ausgabe von Anteilsscheinen einfrieren mussten. Konsequenz für die geschlossenen Immobilienfonds war, dass die Platzierung von Eigenmitteln in den Folgemonaten praktisch zum Erliegen kam, gleichzeitig hatten mehrere kleinere Fonds Probleme Anschlussfinanzierung ein. Bei Immobilienaktien und REITs brachen die Kurse auf ein historisches Tief ein und erholten sich bis 2010 nicht.

³⁶ Vgl. Bafin, 2008, S.19, 22-23

³⁷ Deutscher Bundestag, DrS 16/14000, Beschlussempfehlung und Bericht des 2. Untersuchungsausschusses, S. 54-69

³⁸ Vgl. Expertenrat der Bundesregierung, 2011, S.2

³⁹ SoFFin, Pressemitteilung 9. Dezember 2009 abrufbar unter:
http://www.fmsa.de/de/presse/pressemitteilungen/2009/20091209_pressenotiz_soffin.html

3 Nicht-börsengehandelte Immobilienanlage-vehikel und deren Marktrelevanz

Investmentfonds sind Kapitalsammelstellen die eine Geldanlage mit verhältnismäßigem niedrigen Mitteleinsatz, in große Investitionsgüter ermöglichen. Solche Anlagegüter sind bspw. Schiffe, Windparks oder Immobilien. Letzteres ist Thematik dieses Kapitels. Im Folgenden werden die einzelnen Fondsarten für Immobilien und deren unterschiedliche Konstruktion beleuchtet. Die in dem vier-Quadrantenmodell genannten, nicht-börsengehandelten Immobilienanleihen, sollen nicht näher erläutert werden, da sie eher der Immobilienfinanzierung anheimfallen.

3.1 Offene Immobilienpublikumsfonds

Generell sind Immobilienfonds eine Art der Investmentfonds, bei denen die Kapitalanlage im Wesentlichen aus Grundstücken und Gebäuden besteht.⁴⁰ Immobilienfonds lassen sich vielfältig differenzieren, gängigerweise unterscheidet man ob ein offenes oder geschlossenes Eigenkapitalkonzept vorliegt. Mit offenem Immobilienfonds ist zumeist der Immobilienpublikumsfonds gemeint, die Sonderform des Immobilienspezialfonds werden im Unterpunkt 3.2 dargestellt.

Das wesentliche Merkmal eines offenen Immobilienpublikumsfonds ist, dass sowohl Höhe des Fondsvolumens, Zahl der Fondsteilnehmer als auch Laufzeit des Fonds nicht limitiert sind. Dennoch ist das rechtliche Konstrukt der offenen Immobilienfonds ein stark reguliertes Anlagevehikel. Das Investmentgesetz bildet hierbei die rechtliche Rahmenbedingung.

⁴⁰ Vgl. Heldt, Gabler Wirtschaftslexikon, 2012 abrufbar unter:
<http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Archiv/6451/immobilienfonds-v6.html>

Die Kapitalanlagegesellschaft akquiriert und veräußert Immobilien im Namen der Anleger, und bestellt außerdem Dritte zur Betreuung und Bewirtschaftung sowie zur Mieterakquisition. Des Weiteren hat sie eine jährliche Rechenschaftspflicht gegenüber den Anteilseignern (Fondsbericht) ⁴⁴ sowie diverse Anzeigepflichten gegenüber der Bundesanstalt. ⁴⁵

Die entstehenden Verwaltungskosten wie beispielsweise Gehälter der Fondsmanager, Kosten der Depotbank, Kosten des Outsourcing werden von dem Sondervermögen abgezogen. Für das Jahr 2011 betrugen diese sogenannten indirekten Kosten, auch Total Expense Ratio genannt, im Durchschnitt 0,82% des Sondervermögens. Nicht zu verwechseln sind sie mit den direkten Kosten die als Agio bei der Ausgabe der Anteilscheine anfallen. Dieser sogenannte Ausgabeaufschlag ist die Gebühr für das Vermittlungsangebot der Fondinitiatoren. Aus dem Rückgabepreis zuzüglich Ausgabeaufschlags ergibt sich der Ausgabepreis der beim Erwerb eines Anteils anfällt. Für das Jahr 2011 lag der Ausgabeaufschlag im Mittel bei 5%. ⁴⁶

Der Rückgabepreis ist der aktuelle Wert eines Fondanteils den ein Anteilseigner bei Rückgabe ausgezahlt bekommt. Dieser berechnet sich aus der Differenz aller Finanz- und Objektanlagen und der Total Expense Ratio, geteilt durch die Anzahl der ausgegebenen Anteilsscheine.

Die Gesamtheit aller ausgegebenen Fondsanteile bilden das Sondervermögen. Das Sondervermögen ist nicht-rechtlich und von dem Vermögen der Kapitalanlagegesellschaft getrennt zu halten. ⁴⁷ Die gesammelten Kapitaleinlagen der Anleger bilden daher nicht das Vermögen der Kapitalanlagegesellschaft,

⁴⁴ §44 InvG, 2003

⁴⁵ §§19c ff. InvG, 2003

⁴⁶ Vgl. Scope, Pressemitteilung, 2011 abrufbar unter:
http://www.scope.de/aktuelles/mitteilung-details?id=962&KeepThis=true&TB_iframe=true&width=900&height=600

⁴⁷ §30 Abs.1 InvG, 2003

sondern vielmehr das Miteigentum am Immobilien- bzw. Sondervermögen. De Jure unterliegt dennoch das rechtliche Eigentum an Grundstücken (Grundbucheintrag) der Kapitalanlagegesellschaft. Hintergrund dabei ist, dass im Falle einer Insolvenz das Vermögen der Kapitalanlagegesellschaft vom Fondsvermögen gesondert werden kann, dass Sondervermögen daher insolvenzfern ist.

Ferner formuliert das InvG Anlagegegenstände und Anlagegrenzen des Sondervermögens um der Risikostreuung Rechnung zu tragen:⁴⁸

Anlagegegenstände	Anlagegrenzen
Mindestliquidität	Mind. 5% des Sondervermögens
Maximalliquidität	Max. 49% des Sondervermögens
Einzelobjekt zum Erwerbszeitpunkt	Max. 15% des Sondervermögens
Grundstücke im Zustand der Bebauung	Max. 20% des Sondervermögens
Unbebaute Grundstücke	Max. 20% des Sondervermögens
Minderheitsbeteiligungen an Immobiliengesellschaften	Max. 20% des Sondervermögens
Kreditaufnahme	Max. 50% der Verkehrswerte

Abb. 5 Anlagegegenstände und Anlagegrenzen Offener Immobilienfonds

Mindestens 51% und maximal 95% des Sondervermögens muss in Immobilienwerte investiert werden.⁴⁹ Der Rest dient der Liquiditätserhaltung um die Auszahlungsfähigkeit zu gewährleisten. Um Cluster-Risiken zu vermeiden, also hohe Kapitalbindung in eine Immobilie, darf der Wert einer Immobilie 15% des Sondervermögens nicht übersteigen.⁵⁰ Ferner schränkt das InvG den Erwerb von im Bau befindlichen Grundstücken, unbebauten Grundstücken und Gesellschaftsbeteiligung mit maximal 20% ein. Die Fremdkapitalquote liegt derzeit bei 50% in Höhe

⁴⁸ Vgl. Abb. Auszug aus: Rehkugler, 2008; S.15

⁴⁹ §67 InvG, 2003

⁵⁰ §73 InvG, 2003

der Verkehrswerte der im Sondervermögen befindlichen Immobilien, wird ab 2015 aber auf 30% reduziert.⁵¹

Für die Bewertung des Immobilienvermögens ist der Sachverständigenausschuss zuständig. Dieser ist von der Kapitalanlagegesellschaft zu bestellen. Der Sachverständigenausschuss muss aus mindestens drei Mitgliedern bestehen, welche unabhängig, unparteilich und mit angemessen Fachkenntnissen ausgestattet sind. Bewertungen erfolgen bei dem Neuerwerb einer Immobilie und im halbjährigen Turnus für das bereits bestehende Liegenschaftsvermögen.⁵²

Auf der Basis dieser Bewertungen ermittelt die Depotbank den Wert des Sondervermögens bzw. den Wert eines einzelnen Fondsanteils. Ihr unterliegt ebenfalls die Ausschüttung der Mieteinnahmen und Verkaufserträge nach Abzug der Kosten für Tilgungs-, Verwaltungs- und Bewirtschaftungskosten. Weitere Aufgaben der Depotbank ist die Verwahrung des Investmentvermögens und die operative Ausgabe und Rücknahme des Sondervermögens.⁵³

Der Thematik um die börsentägliche Ausgabe und Rücknahme von Anteilsscheinen gebührt besonderem Augenmerk. Im Dezember 2005 setzte der offene Immobilienfonds der Grundbesitz-Invest, erstmalig in der Geschichte deutscher Publikumsfonds, die Ausgabe und Rücknahme von Anteilen aus. Bis zu diesem Zeitpunkt konnten Fondsanteile börsentäglich gehandelt werden. Als offizielle Ursache wurde die Neubewertung des Fondsvermögens genannt, jedoch reagiert das Unternehmen auf massive Mittelabflüsse die durch kolportierten Preisverfall auf dem Immobilienmarkt initiiert wurden. 5 Monate später wurde der Fonds wieder geöffnet.⁵⁴

⁵¹ §80a und §145 Abs.5 InvG, 2003

⁵² §77 InvG, 2003

⁵³ §20 InvG, 2003

⁵⁴ Handelsblatt, 2005 abrufbar unter:
<http://www.handelsblatt.com/finanzen/fonds/nachrichten/nach-der-schliessung-des-grundbesitz-invest-fonds-probleme-belasten-deutsche-bank/2588628.html>

Der Konstruktionsfehler der offenen Immobilienpublikumsfonds wurde erstmals offenbart: Hohe Liquiditätsanforderungen bei schlechter Liquidierbarkeit der Vermögensgegenstände.

Im Jahr 2007 reagierte daher Gesetzgeber dahingehend, dass eine vertraglich eingeräumte Rückgabefrist zwischen ein bis zwölf Monaten eingeräumt werden kann.⁵⁵ Fondsinitiatoren ließen diese Möglichkeit weitgehend ungenutzt und orientierten sich weiterhin am börsentäglichen Handeln von Fondsanteilen.⁵⁶

Durch Kapitalflucht im Zuge der Finanzkrise mussten erst einige wenige, offene Immobilienfonds von ihrem Recht auf Aussetzung der Rücknahme,⁵⁷ Gebrauch machen, da die Mittelabflüssen die vorgehaltene Liquidität weit überstiegen. Damit wurde branchenübergreifend Vertrauensverlust geschürt und eine weitere Vielzahl offener Immobilienfonds mussten schließen oder gar komplett abgewickelt werden.

Der Gesetzgeber reagierte auf diese Entwicklung und novellierte die rechtliche Rahmenbedingung des InvG - mit äußerst kontraproduktivem erstem Gesetzentwurf. Ein Kerngedanke des Diskussionspapiers war, dass das bewertete Immobilienvermögen pauschal um 10% abgeschlagen werden sollte, was für die Anleger gleichbedeutend mit einem 10%igen Abschlag des, in Immobilienpublikumsfonds gebundenen Kapitals gewesen wäre. Als logische Konsequenz setzte erneut eine große Anlegerflucht und Aussetzung vieler offener Immobilienfonds ein.⁵⁸ Nach massivem Widerstand seitens Fondsanbieter und Anleger wurde der Bewertungsabschlag zwar verworfen, die Bundesregierung hatte dennoch Skepsis gegenüber Immobilienpublikumsfonds gestärkt.

⁵⁵ Siehe § 80c Abs. 2 InvG in der Fassung des Gesetzes zur Änderung des Investmentgesetzes und zur Anpassung anderer Vorschriften (Investmentgesetz) vom 21. Dezember 2007 (BGBl. I vom 27. Dezember 2007, S. 3089 ff.).

⁵⁶ Vgl. Paul, 2011, S.7

⁵⁷ §36 InvG, 2003

⁵⁸ Vgl. Paul, 2011, S.6

Mit Inkrafttreten des Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz wurde das InvG 2011 einmal mehr novelliert. Die Rücknahmeaussetzung bei weniger 5% Liquidität wurde von 12 auf 30 Monate erhöht.⁵⁹ Fondsanteile können nur noch zu vertraglich-festgelegten Fristen gehandelt werden, mindestens aber einmal jährlich.⁶⁰ Zusätzlich wurden Halte- und Rückgabefristen für Anleger eingeführt, deren Anlagesumme mehr als 30.000€ pro Kalenderhalbjahr übersteigt. Diese müssen ihre Anteile für mindestens 24 Monate halten und können sie nur unter Einhaltung einer zwölfmonatigen Rückgabefrist wieder veräußern.⁶¹

Hintergrund hierbei ist, dass institutionellen Investoren die Teilnahme an offenen Immobilienpublikumsfonds erschwert werden soll. Diese hatten, so behaupten Vertreter der Fondsindustrie, die Publikumsfonds als „Liquiditätsparkplatz“ missbraucht und sind mit ihrem großen Mittelabzug während der Finanzkrise, die Hauptursache für den abrupten Liquiditätsmangel gewesen.⁶²

Das InvG wurde an weiteren Positionen reformiert, die an dieser Stelle aber nicht weiter ausgeführt werden soll, da die Umsetzung der europäischen Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFM, deutsch: Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds) die Marktlandschaft offener Immobilienfonds maßgeblich mehr beeinträchtigen wird. Der deutsche Gesetzgeber interpretiert die Umsetzung dementsprechend, dass das Aufsetzen neuer offener Immobilienfonds verboten wird. Bestehende Publikumsfonds bleiben zwar erhalten, allerdings wird das Angebot durch die anhaltende Marktreinigung deutlich sinken.

Das Verbot wird von den Lobbyverbänden Fondsindustrie stark kritisiert. Der Bundesverband für Investmentfonds (BVI) führt an, dass das Verbot sozial ungerecht ist, da Kleinanleger die Möglichkeit verwehrt wird, mit kleinen Anlagehöhen und begrenzten Anlagerisiken in Immobilien zu investieren.

⁵⁹ § 81 Abs. 3 Satz 3 InvG.

⁶⁰ § 80c Abs. 2 InvG, 2003

⁶¹ § 80c Abs. 3 InvG, 2003

⁶² Vgl. Paul, 2011, S.7-8

Ferner hätte die Novellierung des Investmentgesetzes von 2011 den Unzulänglichkeiten der offenen Publikumsfonds entgegengewirkt.⁶³

Offene Immobilienpublikumsfonds bilden die typischen Vorstellungen deutscher Kleinanleger ab. Fondsanteile werden können bereits zwischen 25 und 75 Euro erworben werden. Trotz Abkehr von der börsentäglichen Handelbarkeit, können sie immer noch im Zeitraum maximal einem Jahres gehandelt werden und sind damit gut fungibel. Die Rendite der elf größten Publikumsfonds liegt derzeit bei 3,47%,⁶⁴ in der Vergangenheit wurde sogar Renditen von 5,6% erreicht.⁶⁵

3.1.1 Immobilienspezialfonds

Immobilien-Spezial-Sondervermögen, eher als (Immobilien-) Spezialfonds geläufig, sind eine Form der offenen Immobilienfonds und unterliegen ebenfalls dem InvG. Ihr Konstrukt ähnelt dem der Publikumsfonds, unterscheidet sich jedoch in einigen Aspekten, was im Folgenden dargestellt werden soll.

Der Wesentliche Unterschied zu den Publikumsfonds liegt darin, dass die Teilnahme an Immobilienspezialfonds auf nicht-natürliche Personen begrenzt ist.⁶⁶ Immobilienspezialfonds sind also grundsätzlich nur für institutionelle Investoren zugänglich. Man differenziert zwischen Individualfonds und Gemeinschaftsfonds. Bei einem Individualfonds wird das Sondervermögen aus der Anlage eines einzelnen institutionelle Anlegers gebildet; bei einem Gemeinschaftsfonds aus den Anlagen einer unbestimmten Anzahl von Investoren. Im Zentrum steht das Sondervermögen, dessen Verwaltung wiederum ausschließlich der Kapitalanlagegesell-

⁶³ Vgl. BVI, Pressemitteilung, 2012 abrufbar unter:
http://www.bvi.de/de/presse/pressemitteilungen/presse2012/2012_08_17/2012_08_17_AIFM-Richtlinie_Umsetzung_Stellungnahme_web.pdf, S.1-2

⁶⁴ Vgl. Scope, Pressemitteilung, 2012 abrufbar unter:
http://www.scope.de/aktuelles/mitteilung-details?id=2078&KeepThis=true&TB_iframe=true&width=900&height=600

⁶⁵ Vgl. Pilz, 2007, S.34

⁶⁶ §2 Abs.3 InvG, 2003

schaft unterliegt. Im Gegensatz zu den Publikumsfonds kann bei den Immobilienspezialfonds von den folgenden Vorschriften abgewichen werden, um das Verhältnis zwischen Kapitalanlagegesellschaft und institutionellen Anleger zu erleichtern:⁶⁷

- Anzeigepflicht von Vertragsbedingungen und Halbjahresberichten nach § 44 Abs. 2 InvG bei der Finanzdienstleistungsaufsicht ist nicht erforderlich;⁶⁸
- Ein Immobilienspezialfonds bedarf keiner Mindestliquidität;⁶⁹
- Die Aussetzung eines Spezialfonds bei gleichzeitiger Ausgabe weiterer Fondsanteile ist möglich;⁷⁰
- eine börsentägliche Bewertung der Fondsanteile ist nicht zwingend notwendig und die Rücknahme von Fondsanteile kann vertraglich-individuell gestaltet werden, muss aber mindestens einmal innerhalb zwei Jahren eingeräumt werden⁷¹
- Unterschiedliche Gestaltung von Anlagegegenstände und Anlagegrenzen⁷²

Grundsätzlich unterscheidet man zwei Typen der Spezialfonds. Bei sogenannten Einbringungsfonds wird das Spezialsondervermögen aus dem, vom Investor eingebrachten Immobilienvermögen, gebildet. Dieser Fondstyp macht etwa zwei Drittel aller Immobilienspezialfonds aus. Üblicher- und logischerweise werden Einbringungsfonds von einem Investor aufgelegt. Hintergrundgedanke ist, dass Unternehmen mit großer Immobilienbestand, die Portfoliooptimierung in die Hände von professionellen Fremdmanagern geben können und so die Verantwortung des

⁶⁷ Vgl. Rehugler, 2008, S.193

⁶⁸ §94 InvG, 2003

⁶⁹ §95 Abs.6 InvG, 2003

⁷⁰ §95 Abs.2 InvG, 2003

⁷¹ §95 Abs.4 InvG, 2003

⁷² §§91 Abs.2 ff InvG, 2003

Eigentums, vom wirtschaftlichen Nutzen der Verfügungsmacht trennen können.⁷³ Einbringungsfonds sind also als im weiteren Sinne eine Form des Assetmanagements. Der zweite Typ von Immobilienspezialfonds sind die sogenannten Blind Pools. Bei den Blind Pools platzieren, häufig mehrere, Investoren ihre Mittel in den Fonds und formulieren eine Anlagestrategie, an der sich die Kapitalanlagegesellschaft bei der Bildung eines Portfolios orientiert.

Ein wichtiges Organ bei Immobilienspezialfonds sind daher die Anlageausschüsse. Zwar obliegt die Portfoliobildung einzig und allein der Kapitalanlagegesellschaft; der Anlageausschuss kommuniziert aber als Schnittstellenfunktion, die Anlagestrategie zwischen Anleger und Verwalter. Daher wird er, im Gegensatz zu den Publikumsfonds, aus Vertretern der Anlegerseite gebildet.⁷⁴

Im Zuge der Umsetzung der AIFM-Richtlinie soll, ebenso wie bei den Publikumsfonds, das Aufsetzen neuer Sondervermögen verboten werden. Auch hier stößt die geplante Umsetzung auf heftige Kritik seitens der Interessenverbände.^{75 76 77}

3.2 Immobiliendachfonds

Der erste Immobiliendachfonds wurde zwar bereits 2004 in Luxemburg aufgelegt; in Deutschland ist dieses Finanzinstrument vielmehr als Reaktion auf die Krisenzeit der Immobilienpublikumsfonds entstanden. Das rechtliche Konstrukt

⁷³ Vgl. Rehugler, 2008, S.195

⁷⁴ Vgl. Schulte, Bone-Winkel, Vogler, 1998, S. 582

⁷⁵ Vgl. Financial Times Deutschland, 2012, abrufbar unter:
<http://www.ftd.de/unternehmen/versicherungen/verbot-von-immobilienspezialfonds-versicherer-schlagen-alarm/70085575.html>

⁷⁶ Vgl. Immobilienzeitung, 2012, abrufbar unter:
<http://www.immobilienzzeitung.de/1000010296/aifm-verbaende-gehen-in-clinch-mit-ministerium>

⁷⁷ Vgl. BVI, Pressemitteilung, 2012 abrufbar unter:
http://www.bvi.de/de/presse/pressemitteilungen/presse2012/2012_08_17/2012_08_17_AIFM-Richtlinie_Umsetzung_Stellungnahme_web.pdf, S. 2

von Dachfonds gleicht dem der offenen Immobilienfonds. Unterschied jedoch ist, dass bei Immobiliendachfonds das Fondsvermögen in eine Reihe anderer Immobilienpublikumsfonds und Immobilienaktienfonds investiert. Wie alle Sondervermögen werden alle Anlagevorschriften im InvG geregelt. Zwecks Risikostreuung darf ein Dachfonds nur 20% seines Sondervermögens in einen einzelnen Immobilienfonds investieren. Ferner ist es Dachsondervermögen nicht gestattet in Fonds zu investieren die gleichermaßen in Zielfonds investieren.⁷⁸

Üblich ist, dass Immobiliendachfonds nicht ausschließlich in Immobilienfonds investieren, sondern auch in Aktiengegenstände um Risiko weiter zu diversifizieren und Rendite zu erhöhen. Dies ist auch zwingend notwendig, bedenkt man, dass bei Investition in Dachfonds der Ausgabeaufschlag einmal für den Anleger bei Erwerb von Fondsanteilen anfällt und ebenfalls für das Dachsondvermögen bei Erwerb von Fondsanteilen des Zielfonds. Gleiches gilt für die Total Expense Ratio.

Die Grundidee über Dachfonds das Risiko noch breiter zu diversifizieren ist fehlgeschlagen, da die Welle der Schließung von Immobilienpublikumsfonds die Liquidität der Immobiliendachfonds gleichermaßen erfasst hat. Mitte 2012 sind über 90% aller Dachfonds von Schließungen und Abwicklungen betroffen. Die Fondsindustrie wertet dies als Niedergang dieses Anlagevehikels.⁷⁹

⁷⁸ §113 Abs.4 InvG, 2003

⁷⁹ Vgl. Scope, Pressemitteilung, 2012 abrufbar unter:
http://www.scope.de/aktuelles/mitteilung-details?id=49970&KeepThis=true&TB_iframe=true&width=900&height=600

3.3 geschlossene Fonds

Geschlossene Immobilienfonds sind eine etablierte Anlageform in Deutschland und haben hinter den offenen Immobilienfonds, die zweit stärkste Marktposition. Sie sind Kapitalsammelstellen mit geschlossenem Eigenkapitalkonzept und weitgehend rechtliche Dispositionsfreiheit.

Im Gegensatz zu offenen Immobilienfonds steht das Investitionsvolumen im Voraus fest. Fondsinitiatoren bieten das Fondskonzept dem Publikum zur Zeichnung an und nach Platzierung aller Mittel wird der Fonds geschlossen.⁸⁰

Geschlossene Immobilienfonds werden in der Rechtsform einer Personengesellschaft geführt, daher als Kommanditgesellschaft (KG) oder als Gesellschaft bürgerlichen Rechts (GbR). Dies bedeutet für Anleger, dass er mit Teilnahme an einem geschlossenen Fonds, nach rechtlicher Definition ein Handelsgewerbe betreibt, und somit zum Unternehmer bzw. zum Risikoträger wird. Die Regelung des Handelsgesetzbuches und des GmbH-Gesetzes bilden somit den rechtlichen Rahmen.

Geschlossene Fonds können je nach Anzahl der Investitionsobjekte in Ein- oder Mehrobjektfonds differenziert werden. Üblicherweise investieren sie jedoch nur in ein Objekt.⁸¹

Die Verwaltung des Fondsvermögens unterliegt der Treuhändergesellschaft, welche in den meisten Fällen dem Emissionshaus zugehörig ist. Ähnlich der Kapitalanlagegesellschaft bei den offenen Immobilienfonds, verwaltet die Treuhändergesellschaft im Namen der Treugeber (Anleger) das Immobilienvermögen. Im Treunhandvertrag werden die Pflichten der Verwalter festgelegt.⁸²

⁸⁰ Vgl. Schulte, Bone-Winkel, Vogler, 1998, S. 600

⁸¹ Vgl. Abbildung Sebastian, Steininger, Wagner-Hauber, 2011, S.3

⁸² Vgl. Schulte, Bone-Winkel, Vogler, 1998, S. 602

Zu diesen zählen: Verwaltung der Kommanditeinlagen, Interessenvertretung und Informationspflicht gegenüber Anlegern; besondere Anzeigepflichten gegenüber der Finanzdienstleistungsaufsicht kennen die Regelungen um geschlossene Immobilienfonds nicht. Bei geschlossenen Immobilienfonds findet der Komplementär, also der persönlich haftende Gesellschafter der Kommanditgesellschaft, Eintrag in das Grundbuch. In den meisten Fällen ist das die GmbH also solche. Ferner obliegt dem Treuhänder Kreditverträge mit Kreditinstituten auszuhandeln und von Wirtschaftsprüfern und Gutachter sowie Anwälten und Notare zu bestellen.

Das Konstrukt geschlossener Fonds lässt sich wie folgt schematisch darstellen:⁸³

Zur Konstruktion eines Fonds - Vertragsbeziehungen & anlagebezogene Geldflüsse

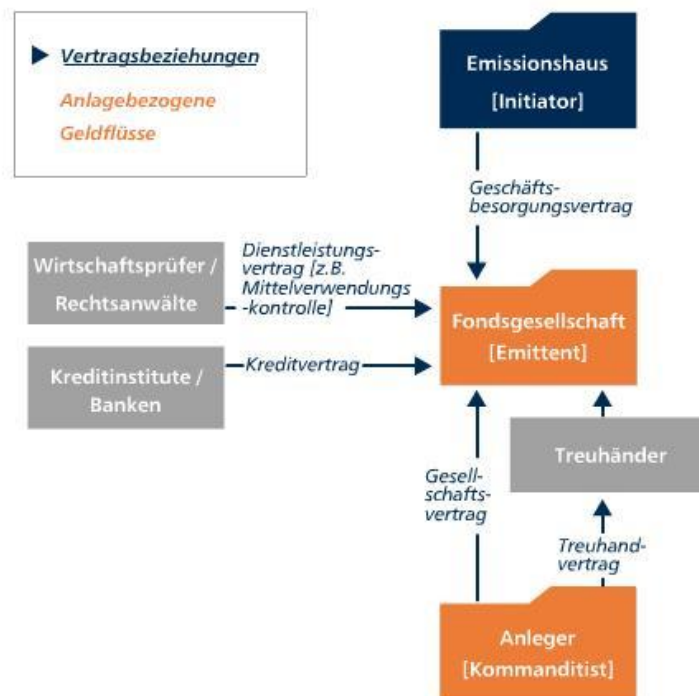


Abb. 6 Zum Konstrukt eines geschlossenen Fonds

Teilnahme an einem geschlossen Immobilienfonds beginnt bei 5000€, 2011 lag die durchschnittliche Beteiligungssumme bei 34.000€,⁸⁴ zusätzlich fällt wiederum

⁸³ vgl. Abb. VGF online, Zur Konstruktion eines geschlossenen Fonds, abrufbar unter: <http://www.vgf-online.de/rund-um-fonds/konstruktion-eines-geschlossenen-fonds.html>

⁸⁴ Vgl. Sebastian, Steininger, Wagner-Hauber, 2011, S.5-6

ein Agio in Höhe von 5% bei Ausgabe von Fondsanteilen an. Diese erworbenen Unternehmensanteile und können nicht an einem Primärmarkt gehandelt oder zurückgegeben werden; vielmehr ist der Fondsteilnehmer an die Unternehmung über die Laufzeit gebunden. Es besteht die Möglichkeit die Unternehmensanteile, unter Zustimmung der Treuhändergesellschaft, an Sekundärmärkten zu handeln, dies ist allerdings mit hohen Preisabschlägen verbunden.

Normal haften Anlegern bei der Gesellschaftsform ein Kommanditgesellschaft nur mit ihren Anlagevermögen. Reicht das Investitionsvolumens trotz Fremdmittel nicht aus, kann das Eigenkapital des Fonds erhöht werden. Treugeber werden dann angehalten erneut Mittel zu platzieren, um das Auflösen des Fonds zu verhindern. Bei der Gesellschaftsform einer GbR steht das gesamte Privatvermögen zur Haftung. Dies hatte in der Vergangenheit vereinzelt zur Folge, dass Anleger wegen Beteiligung an einem geschlossenen Immobilienfonds in die Insolvenz gehen mussten.

Genannte Aspekte verdeutlichen das geschlossene Immobilienfonds aufgrund von mangelnder Risiko-, Losgrößen- und Fristentransformation das Anlagerisiko deutlich höher ausfällt als bei konkurrierenden Anlagevehikeln. Geschlossene Immobilienfonds sind daher nur für Anleger mit breiter Kapitaldecke geeignet. Nichtsdestotrotz werden geschlossene Immobilienfonds regelmäßig an Kleinanlegern als Mittel zur Altersvorsorge vertrieben.

Mangelnde Regulierungen haben geschlossene Immobilienfonds in der Vergangenheit immer wieder zum juristischen Streitobjekt gemacht. Mit dem Beschluss des XI. Zivilsenat vom 29.06.2010 wurden beispielsweise viele Beteiligungen an geschlossenen Immobilienfonds erfolgreich angefochten, da Emissionshäuser zu zahlende Ausgabeaufschläge intransparent dargestellt hatten.

Trotz aller Rechtsunsicherheit und öffentlichem Disput besitzen geschlossene Fonds die zweitstärkste Marktposition und können konsequent, wachsende Platzierungsergebnisse verbuchen. Der Gesetzgeber versucht daher im Zuge der Umsetzung der AIFM-Richtlinie auch die geschlossenen Fonds nachhaltiger zu gestalten. Die derzeit angedachten Entwürfe beinhalten das Verbot von

geschlossenen Ein-Objekt-Fonds bei einer Mindestzeichnungssumme kleiner 50.000 Euro, diese sollen zukünftig ihr Risiko diversifizieren. Des Weiteren soll die Fremdkapitalquote auf 30% begrenzt werden.

Durch die AIFM-Richtlinien wird also auch die Marktlandschaft geschlossener Immobilienfonds maßgeblich verändert, dies soll im folgenden Unterpunkt dargestellt werden.

3.4 Marktentwicklung und Marktrelevanz

In Deutschland sind offene und geschlossene Immobilienfonds die etablierteste Form der indirekten Immobilienanlage.

Bei den Immobilienpublikumsfonds geht der Impetus Hand in Hand mit dem Wachstumsimpulsen, die nach New-Economy-Krise gesetzt wurden. Im Zeitraum von 2001 bis 2005 wuchs das Vermögen der Immobilienpublikumsfonds von 55,8 Milliarden auf 85,1 Milliarden Euro. Die Anzahl der Fondsanbieter wuchs gleichermaßen. Durch die Geldschwemme und den härteren Wettbewerb zogen auch die Kaufpreise der erworbenen Immobilien kräftig an und eine drohende Immobilienblase verschreckte Neuanleger. Im Jahre 2006 befanden sich die offenen Immobilienpublikumsfonds daher in einer leichten Krise und rund 10 Milliarden Euro an Mitteln wurden abgezogen. Dies führte sogar zeitweise zur erstmaligen Schließung zweier Fonds. Dieser Krise wurde aber schnell überkommen und 2007 stieg das Vermögen der Publikumsfonds wieder auf 83,4 Milliarden Euro. Mit der Ausweitung der Finanzkrise fror auch der Markt der Immobilienpublikumsfonds zu. Aufgrund der Verunsicherung der Anleger konnten sich die offenen Immobilienpublikumsfonds nicht über die Ausgabe von Anteilen refinanzieren; im Jahr 2008 flossen lediglich 627 Millionen Euro an Mitteln zu.⁸⁵

⁸⁵ Siehe Anlagen Teil I, Tabelle: Vermögen der Publikumsfonds

Die Insolvenz der Lehmann Brothers im 4. Quartal von 2008 dramatisierte die Lage, da nun auch massiv Mittel aus den Publikumsfonds abgezogen wurden. Noch im Oktober 2008 mussten 12 der 30 Fonds wegen Liquiditätsengpässen geschlossen werden und ca. ein Drittel des Branchenvermögens wurde damit eingefroren.⁸⁶

2009 schien sich die Krise der Publikumsfonds wieder zu entspannen. Durch die Ausgabe von Anteilen in Höhe von 3,2 Milliarden Euro konnten sich die Fonds refinanzieren; infolgedessen öffneten 4 der 12 gesperrten Fonds ihre Anteilsrücknahme wieder.

Im ersten Quartal 2010 begann jedoch eine weitere Welle von Schließungen, als Anleger panisch auf den Gesetzentwurf der Bundesregierung reagierten, welcher u.a. Bewertungsabschläge von 10% auf das Immobilienvermögen beinhaltete. Ferner lief Ende 2010 die Sperrfrist einiger Publikumsfonds aus, welche seit 2008 eingefroren waren. Drei der eingefrorenen Fonds verzichteten auf eine Verlängerung der Sperrfrist und begannen die Vermögensgegenstände zu liquidieren und damit das Sondervermögen abzuwickeln.⁸⁷

Bis 2012 steuerte die Branche der Immobilienpublikumsfonds weiter in eine Abwärtsspirale. Mitte 2012 sind 13 Fonds eingefroren, 11 davon befinden sich im Abwicklungsprozess. Nichtsdestotrotz kristallisieren sich vier große Fondsgesellschaften heraus, die der krisenbetroffenen Jahre widerstanden haben und ihre Marktposition festigen konnten: Weder DEKA – Immobilieneuropa, HAUSINVEST, UNIIMMO: Deutschland und CS EUROREAL A EUR mussten ihre Publikumsfonds einfrieren. Ihr kulminiertes Fondsvolumen macht mit 34,5 Milliarden Euro rund ein Drittel des Branchenvermögens aus.^{88 89}

⁸⁶ Vgl. Röbisch, Financial Times Deutschland Online, 2010 abrufbar unter: <http://www.ftd.de/unternehmen/finanzdienstleister/liquidierung-immofonds-schliessung-nur-die-spitze-des-eisbergs/50176747.html>

⁸⁷ Vgl. Atzler, Brandes, Röbisch, Börse Online, 2010 abrufbar unter: <http://www.boerse-online.de/fonds/nachrichten/fonds/Offene-Immobilienfonds--Milliarden-in-der-Betonfalle/618741.html?p=2>

⁸⁸ Vgl. Schwerdtfeger, Handelsblatt Online, 2012, S.3 abrufbar unter:

Mit der bereits angesprochenen Umsetzung der AIFM-Richtlinien wird das Aufsetzen neuer Publikumsfonds untersagt. Zusätzlich greifen ab 2013 Rückgaberegeln für alle Publikumsfonds um die Handelbarkeit der Anteilsscheine zu gestalten (vgl. 3.1).

Bis spätestens 2017 werden alle Immobilienfonds abgewickelt sein, die sich derzeit in der Liquidierungsphase befinden. Deren Fondsvolumen beträgt 21 Milliarden Euro.⁹⁰ Der Niedergang weiterer kleinerer Immobilienpublikumsfonds kann ebenfalls nicht ausgeschlossen werden. Das derzeitige Marktvolumen von 85 Milliarden Euro wird daher in den kommenden Jahren neubewertet werden und im Umkehrschluss sicherlich drastisch sinken. Als risikoaverse Anlageform sind die Immobilienpublikumsfonds gegenüber anderen Immobilienanlagen alternativlos und werden, sobald sich Wirtschaft und Finanzmärkte wieder beruhigt haben, zweifelsohne wieder verstärkt nachgefragt werden.

Die Logik das Angebot auf einige wenige Fonds zu beschränken ist daher äußerst diskutabel. Die Gefahr einer Oligopolisierung würde so entstehen. Zum einen könnten sich Einstiegskosten so erhöhen, zum anderen besteht die Gefahr, dass sich die bereits großen Publikumsfonds weiter aufblähen. Bei neuerlicher Kapitalflucht könnte so, selbst mit den neuen Mindesthalte- und Rückgabefristen, massiver Mittelabfluss nicht verhindert werden.⁹¹

Die Marktentwicklung geschlossener Fonds ist vergleichsweise weniger vom Finanzmarkt abhängig. Da das Immobilienvermögen geschlossener

<http://www.handelsblatt.com/finanzen/fonds/nachrichten/vertrauenskrise-das-ende-der-immobilienfonds/6700406.html>

⁸⁹ Vgl. Onvista Direktbank Online, Auflistung deutscher Immobilienpublikumsfonds, 2012 abrufbar unter: http://www.onvista.de/fonds/filter-suche/index.html?TYPE=KRITERIEN&WITH_QUOTES=DLY&SORT=VALUE_FIELD1_DESC&BLOCKSIZE=50&ID_INVESTMENT_FOCUS=5517&VIEW=OVERVIEW&SELECTED_ID=NSIN&SORT=VALUE_FIELD2_DESC

⁹⁰ Siehe Anlagen Teil II, Tabelle: Offene Immobilienfonds in der Abwicklung

⁹¹ Vgl. Schwerdtfeger, Handelsblatt Online, 2012, S.3 abrufbar unter: <http://www.handelsblatt.com/finanzen/fonds/nachrichten/vertrauenskrise-das-ende-der-immobilienfonds/6700406.html>

Immobilienfonds sich auf ein bis wenige Objekte beschränkt, ist in erster Linie die Standortentwicklung der prägende Einflussfaktor.

Bis zum Jahre 2000 belief sich das Bestandsvolumen geschlossener Immobilienfonds; einschließlich ins Ausland investierende, bereits auf über 50 Milliarden Euro und hatte in etwa die gleiche Marktstärke wie die offenen Immobilienfonds.⁹²

Ab 2000 setzte jedoch eine Trendwende - besonders bei Privatanlegern - ein. Da sukzessive die Steuersparvorteile der geschlossen Fonds beschnitten wurde, orientierten sich Anleger an ausländischen geschlossen Immobilienfonds oder an den dynamischeren offenen Immobilienfonds.⁹³

Das jährlich platzierte Eigenkapital geschlossener Immobilienfonds sank daher im Zeitraum von 1998 bis 2003 von 5,2 Milliarden auf 3,5 Milliarden Euro. Durch neue steuerliche Gesetzgebung bis 2005 verloren die geschlossenen Immobilienfonds ihren Ruf als Steuersparmodelle und der Niedergang des Marktsegments wurde befürchtet. Obwohl das platzierte Eigenkapital für geschlossene Immobilienfonds mit Inlandsimmobilien kontinuierlich sank, wuchs gleichzeitig das Interesse an Auslandsimmobilien. Wider erwarten stabilisierte sich so das Platzierungsvolumen geschlossener Immobilienfonds in den Folgejahren.^{94 95}

Diese Entwicklung kehrte sich schlagartig mit der Verschärfung der Finanzkrise um. Im Krisenjahr 2008 sank zwar das Fondsvolumen deutlich da Fremdkapitalfinanzierung ausblieb, die jährlich platzierten Eigenmittel sanken allerdings lediglich um 10% auf 3 Milliarden Euro. Bis 2010 sanken Mittelzuflüsse

⁹² Vgl. Schulte, Bone-Winkel, Vogler 1998, S. 43-45; S. 52

⁹³ Vgl. Immobilien Zeitung Nr. 4 vom 15.02.2002 Seite 5

⁹⁴ Vgl. Siehe Anlagen Teil III, VGF Branchenzahlen 2009: Immobilien gesamt - Eigenkapital und Fondsvolumen

⁹⁵ Vgl. Immobilien Zeitung Nr. 4 vom 10.02.2005 Seite 4

zwar weiterhin auf rund 2 Milliarden Euro jährlich; 2011 und im ersten Halbjahr 2012 stiegen Fondsvolumina allerdings wieder.⁹⁶

Bemerkenswerter hierbei ist, dass sich seit der Finanzkrise die Anleger wieder stark auf geschlossenen Immobilienfonds im Inland fokussieren: Platzierte Mittel mit Anlageziel Deutschland stieg von 30% im Jahr 2008 auf 71% im Jahr 2012.⁹⁷

Eine Entwicklung, die man auch im Laufe der kommenden Jahre beobachten werden kann. Die Nachfrage nach Ausländische Immobilien und anderen Fondsgütern wie Schiffs- oder Containerfonds werden bedingt durch den konjunkturellen Abschwung im gesamten Euro-Raum weiter verflachen und die Marktposition geschlossener Immobilienfonds mit Investitionsziel Deutschland weiter stärken.

⁹⁶ Vgl. Siehe Anlagen Teil IV, VGF Branchenzahlen 2011: Immobilien gesamt - Eigenkapital und Fondsvolumen

⁹⁷ Vgl. Siehe Anlagen Teil IV, VGF Branchenzahlen 2011: Immobilien Deutschland - Eigenkapital und Fondsvolumen

4 börsengehandelte Immobilienanlagevehikel und deren Marktrelevanz

Im folgenden Kapitel werden Wertpapiere dargestellt, die in börsennotierte Aktiengesellschaften deren investieren, deren Unternehmenszweck auf Immobilien gerichtet ist, und auf börsengehandelte Anleihen, welche durch Immobilien besichert werden.

4.1.1 Immobilienaktien

Die deutsche Gesetzgebung definiert Aktiengesellschaften als Gesellschaften, welche ihr Grundkapital in handelbare Wertpapiere zerlegen.⁹⁸ Aktien werden je nach Unternehmenszweck differenziert. Bei börsennotierten Unternehmen deren wirtschaftliches Handeln auf Immobilien gerichtet ist, spricht man also von Immobilienaktien. Diese kennen keine rechtliche oder steuerliche Sonderstellung als das für, alle Aktiengesellschaften gemeingültige, Aktiengesetz (AktG). Ferner können Immobilienaktien weiter abgegrenzt werden zwischen Immobilienprojektentwicklern und Immobilienbestandhaltern. Eine Aktiengesellschaft kann am ehesten als Immobilienaktiengesellschaft bezeichnet werden wenn sie im, vom Bankhaus Ellwanger und Geiger, aufgelegten deutschen Immobilienaktienindex (DIMAX) aufgenommen ist, daher, dass das Unternehmen 75% ihrer Erträge aus dem Immobiliengeschäft generiert. Im DIMAX sind derzeit 78 Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von 15 Milliarden Euro, ihre werden zwischen 0,12 und 2200 Euro gehandelt.⁹⁹

⁹⁸ § 1 Abs. 2 Aktiengesetz, 1965

⁹⁹ Siehe Anlagen Teil V, Tabelle: E&G - DIMAX

Immobilienaktien zeichnen sich außerordentlich gute Los- und Fristgrößen aus, besitzen aber auch eine hohes Rendite/Risiko-Verhältnis. Die durchschnittliche Rendite des DIMAX liegt zwischen 12 und 15%, derzeit liegt die Rendite diese sogar bei 29,4% und übersteigt die des DAXs. Obwohl die Entwicklung der Immobilienaktien durch die Finanzkrise ausgebremst wurde, haben sich die Aktiengesellschaften nachhaltig entwickelt können indem sie ihre Tätigkeiten, neben dem Verwalten und Betreiben von Immobilien als Kerngeschäft, um Geschäftsbereiche wie bspw. Facility Management, Entwicklung, Handel erweitert haben.¹⁰⁰

4.1.2 REITs

Real Estate Investment Trust Gesellschaften sind ebenfalls Aktiengesellschaften, deren dominierende Ertragsquelle die dauerhafte Bewirtschaftung von Immobilien ist.¹⁰¹ Im Gegensatz zu den klassischen Immobilienaktien unterliegen REITs einer Vielzahl von Vorschriften welche im REIT-Gesetz vorzufinden sind.

Ausschließlich börsennotierte, inländische Unternehmen in Form einer Aktiengesellschaft und mit einem Mindestnennbetrag des Grundkapitals von 15 Millionen Euro, können sich als deutsche REIT-Gesellschaft qualifizieren.¹⁰²

Ferner muss sich der Unternehmensgegenstand auf Erwerb, Haltung, Vermietung, Verpachtung, Leasing von Immobilien und immobiliennahen notwendigen Hilfstätigkeiten im Inland beschränken. Eingeschlossen ist ebenfalls der Erwerb ausländischen, unbeweglichen Vermögens, insofern sich dieses im Belegenheitsstaat in einer REIT-Gesellschaft befindet. Gleichmaßen dürfen deutsche REITs Anteile an Immobilienpersonengesellschaften,

¹⁰⁰ Vgl. Pilz, 2007, S.103-104

¹⁰¹ Rehkugler, 2008, S.40

¹⁰² § 9,10 und 15 REITG,2007

Auslandsobjektgesellschaften, Kapitalgesellschaften, REIT-Dienstleistungsgesellschaften erwerben, halten und veräußern.¹⁰³

Die Aktiva eines deutschen REITs bei Jahresabschluss muss zu mindestens 75% aus unbeweglichem Vermögen bestehen. Ebenfalls muss 75% Umsatzerlös eines Geschäftsjahres aus oben genannten Unternehmensgegenständen stammen.¹⁰⁴

Generell schließt das REIT-Gesetz die wirtschaftliche Nutzung von Bestandsmietwohnimmobilien (Wohnimmobilien vor 2007 erbaut) aus.¹⁰⁵ Dies mit dem Hintergrund, um Schutz von bestehendem Wohnraum und Mieterrechten zu gewährleisten und die Ökonomisierung und Spekulation auf Wohnungsbestände zu verhindern.¹⁰⁶

Ebenso ist der Handel mit unbeweglichem Vermögen limitiert: Innerhalb von 5 Geschäftsjahren dürfen Vermögensgegenstände in Höhe von max. 50% des durchschnittlichen Immobilienbestands veräußert werden.¹⁰⁷

REIT-Gesellschaften sind zwar von Körperschafts- und Gewerbesteuer befreit, verpflichten sich aber mindestens 90% der Jahresüberschüsse als Dividende auszuschütten, welche wiederum auf Anlegerebene besteuert werden.¹⁰⁸

Bei der Erschaffung der Rahmenbedingung für den G-REIT hat sich die Bundesregierung größtenteils an internationalen REIT-Regimen orientiert, welche REITs bereits als etablierte Anlageform über mehrere Jahrzehnte führen. Dass eigentliche Ziel war es die Wettbewerbsfähigkeit gegenüber anderen Finanz- und Immo-

¹⁰³ §1 REITG, 2007

¹⁰⁴ §12 REITG, 2007

¹⁰⁵ §1 Abs.1 REITG, 2007

¹⁰⁶ DMB, Stellungnahme vom 15.10.2009 abrufbar unter:
<http://www.mieterbund.de/wohn-reits.html>

¹⁰⁷ § 12a REITG, 2007

¹⁰⁸ §§13,16ff REITG, 2007

bilienstandorten zu stärken. Im Vergleich zu den internationalen REITs jedoch, ist die Anpassung des G-REITs an deutsche Marktgegebenheiten äußerst restriktiv. Besonders die Notwendigkeit der Börsennotierung, der hohe Mindestnennbetrag und der Ausschluss von Wohnbestandsimmobilien, schränken die Entwicklung des G-REITs maßgeblich ein. Diese Wettbewerbsnachteile gegenüber ausländischen REITs und inländischen indirekten Immobilienanlagen hindern den deutschen REIT sich nachhaltig am Markt zu positionieren.¹⁰⁹

Erschwerend kommt hinzu, dass die Assimilierungsphase des G-REIT in die Zeit der Finanzkrise fällt und der G-REIT wie alle volatilen Anlagen starke Kurs- und Vertrauensverluste zu verbuchen hatte.

Seit 2009 stagniert daher die Zahl der REIT-Gesellschaften in Deutschland bei vier Gesellschaften mit einer Marktkapitalisierung von 1,1 Milliarden Euro.¹¹⁰ Der, ebenfalls 2007 eingeführte, UK-REIT kennt vergleichsweise 23 REIT-Gesellschaften mit einer Marktkapitalisierung von 20 Milliarden Pfund.¹¹¹

Zwar können REITs bereits – börsentäglich – zwischen drei und neun Euro gehandelt werden und besitzen daher eine vorteilhafte Losgrößen- und Fristentransformation; dennoch sind sie als spekulative, indirekte Immobilienanlage für den risikoaversen, deutschen Kleinanlegermarkt weniger prädestiniert.

Für institutionelle Investoren bieten REITs allerdings Vorteile. Unternehmen könnten über REIT-Gesellschaften ihren Immobilienbestand ohne größere steuerliche Belastung ausgliedern. In anderen REIT-Regimen hat sich diese Form des Immobilien-Outsourcing etabliert. Gerade für deutsche Industrieunternehmen mit großen Immobilienbeständen wäre die Trennung von Eigentum und

¹⁰⁹ Vgl. Brunner, 2009, S.176

¹¹⁰ Marktübersicht: REITs an der Frankfurter Börse (Stand: 2012) abrufbar unter: <http://www.boerse-frankfurt.de/de/aktien/indizes/rx+reit+index+performance+DE000A0MEN66/zugehoerige+werte>

¹¹¹ Marktübersicht: REITs an der Londoner Börse (Stand:2012) abrufbar unter: <http://www.londonstockexchange.com/exchange/prices-and-markets/stocks/indices/constituents-indices.html?index=&industrySector=8670&page=1>

Verfüugungsmacht besonders sinnvoll, da diese ihre Immobilien steuerschonend ausgliedern können und gleichzeitig Bewirtschaftungskosten sparen.¹¹²

Im Gegensatz zu Einbringungsfonds könnte zusätzlich über die Ausgabe von Aktien Kapital freigesetzt werden.

Dennoch bleibt das Potential der G-REITs von privater und institutioneller Anlegerseite weiterhin ungenutzt. Perspektivische Entwicklung in den folgenden Jahren, sollen im Punkt 4.3 aufgezeigt werden.

4.2 verbriefte Immobilienanleihen

4.2.1 Hypothekendarlehen

Hypothekendarlehen sind die älteste Form der indirekten Immobilienanlage in Deutschland. Im Gegensatz zu den bereits erwähnten Anlagevehikel, die Erträge aus dem (Mit-)Eigentum immobilienpezifischer Unternehmungen generieren, entstehen Erträge aus Hypothekendarlehen aus den Zins bzw. Verwertungsansprüchen gegen ein immobilienbesichertes Darlehen.

Die Emission von Hypothekendarlehen ist in Deutschland einzig den 74 Darlehenbanken vorbehalten, die Gesetzgrundlage zur Emission von Darlehen bildet das Darlehenbankgesetz (DarlehenBG).

Hypothekendarlehen sind Instrumente von Kreditinstituten um ausgegebene Hypothekendarlehen rezufinanzieren. Das emittierende Kreditinstitut verbrieft festverzinsliche Schuldansprüche aus Hypothekendarlehen, zugunsten von Wertpapieranlegern und schöpft aus den erhaltenen Mittel und Zinsunterschieden zusätzliches Hypothekargeld¹¹³.

¹¹² Vgl. Pilz, 2007, S.56-57

¹¹³ Vgl. Schulte, Bone-Winkel, Vogler 1998, S. 714

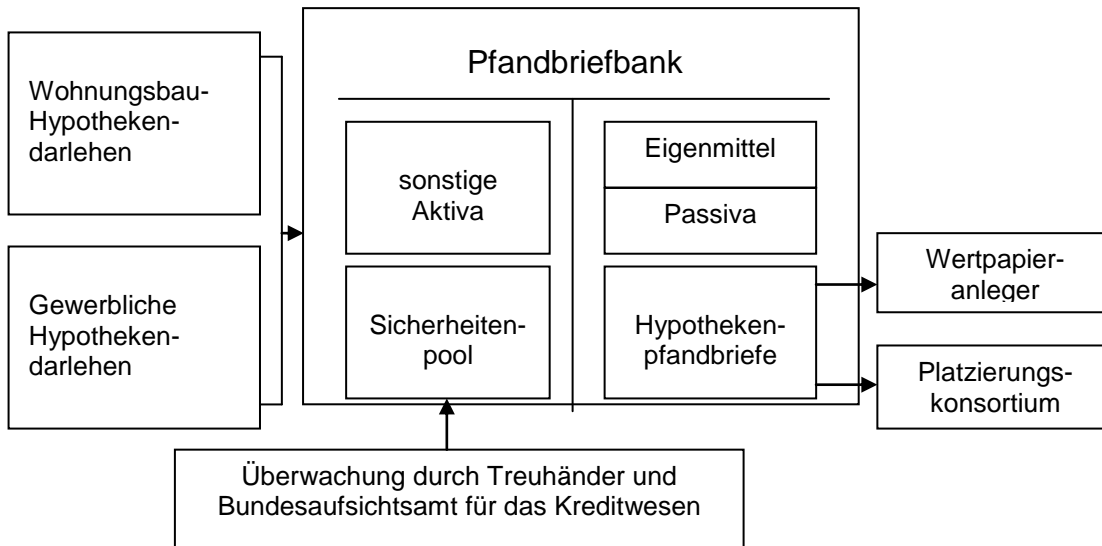


Abb. 7 Finanzierungstechnik der Pfandbriefbanken

Grundlegender Aspekt ist die sogenannte Deckungskongruenz: Danach müssen alle umlaufenden Hypothekendarlehen zuzüglich Zinsverpflichtung, getrennt von der restlichen Aktiva der Pfandbriefbank jederzeit gedeckt werden. Da die Deckungswerte von den Vermögenswerten getrennt sind, fallen diese bei einer Insolvenz der Pfandbriefbank nicht in die Insolvenzmasse.¹¹⁴ Zusätzlich muss der Barwert der Sicherheiten den Barwert der zu deckenden Verbindlichkeit um 2% übersteigen.¹¹⁵ Jeder Vermögenswert, der zur Deckung eines Hypothekendarlehens verwendet wird, wird einzeln gesondert in ein sogenanntes Deckungsregister eingetragen werden.¹¹⁶

Zur Einhaltung der vorschriftsmäßigen Deckung hat das Kreditinstitut jeweils einen ausreichend qualifizierten Treuhänder und Stellvertreter zu bestellen.¹¹⁷ Dem

¹¹⁴ §30 PfandBG, 2005

¹¹⁵ §4 PfandBG, 2005

¹¹⁶ §5 PfandBG, 2005

¹¹⁷ §7 PfandBG, 2005

Bundesaufsichtsamt für Kreditwesen unterliegt die Aufsicht zur Einhaltung der Vorschriften und der stichprobenartigen Überprüfung der Deckung.¹¹⁸

Die Platzierung der Wertpapiere obliegt dem Platzierungskonsortium, welches zumeist Bestandteil der emittierenden Pfandbriefbank ist, oder erfolgt über externe Finanzmakler.

Der Wertpapieranleger wird zum Pfandbriefgläubiger und erhält eine jährliche Verzinsung auf den Nennbetrag der Emission, sowie die komplette Rückzahlung zum Fälligkeitstermin. Dass der Pfandbriefgläubiger nicht bedient werden kann ist nahezu ausgeschlossen, da Hypotheken maximal in Höhe von 60% des Grundstückswertes zur Deckung benutzt werden dürfen (Beleihungsgrenze).¹¹⁹ Bei einem Zahlungs- oder Tilgungsausfall eines Hypothekennnehmers würde dem konservativ angesetzten Beleihungswert, daher der tatsächliche Wert der Verwertung des Grundstückes gegenüberstehen. Selbst bei einer Insolvenz der Pfandbriefbank, was im Übrigen letztmalig 1901 geschah, müssen Deckungswerte getrennt von der Vermögensmasse behandelt werden und den Pfandbriefgläubiger vorrangig befriedigen.¹²⁰

Deutsche Hypothekendarfandbriefe sind daher die sicherste Kapitalanlage im Anlageuniversum indirekter Immobilienanlagen. Die durchschnittliche Rendite eines Hypothekendarfandbriefs liegt derzeit bei einer Laufzeit von 15 Jahren nur bei 2,58%,¹²¹ dennoch sind sie konsequent-gefragte Anlagen bei der Vermögensbildung. Zwar kann ein Kündigungsrecht eines Hypothekendarfbriefes nur auf Seiten des Emissionshauses eingeräumt werden, als Schuldverschreiben können sie jedoch am Sekundärmarkt gehandelt werden.

¹¹⁸ §3 PfandBG, 2005

¹¹⁹ §14 PfandBG, 2005

¹²⁰ §§30 ff. PfandBG, 2005

¹²¹ Vgl. VDP, vdp-Kurve (Hypothekendarfandbrief), 2012 abrufbar unter: http://www.pfandbrief.de/cms/_internet.nsf/tindex/de_812.htm?OpenDocument&95795CD6E0B1F917C125754600391F81

Die Transparenz und hohe Anlagesicherheit sowie der risikoaverse Charakter zeichnen Hypothekenpfandbriefe aus und entsprechen im besonderen Maße den klassischen Vorstellung deutscher Anleger. Für 2011 lag der Umlauf von Hypothekenpfandbriefen daher bei 223 Milliarden Euro.¹²²

4.2.2 Mortgage backed Securities

Das angloamerikanische Äquivalent zu den deutschen Hypothekenpfandbriefen bilden die Mortgage backed Securities (MBS). Auf den deutschen Anlagemarkt ist deren Marktgröße heutzutage irrelevant; mit Blick auf die Finanzkrise von 2007 (vgl. Punkt 2.3) ist das Beleuchten ihrer Konstruktion dennoch sinnvoll.

Im Gegensatz zu den deutschen Hypothekenpfandbriefen, die primär auf risikoaverse Kleinanleger ausgelegt sind, liegt die Intention der MBS eher auf bilanztechnische und steuerrechtliche Ausgestaltung für größere institutionelle Investoren. Daher sind sie selten börsennotiert und werden in großen Tranchen gehandelt.

Mortgage Backed Securities, übersetzt „durch Hypotheken besicherte Wertpapiere“, sind eine Form der Asset Backed Securities (ABS), übersetzt ‘durch Vermögensgegenstände besichertes Wertpapiere“, und lassen sich weiterhin unterteilen in Residential Mortgage Backed Securities (RMBS) und Commercial Mortgage Backed Securities (CMBS). RMBS sind durch Wohnimmobilien besichert; CMBS hingegen durch Gewerbeobjekte.

Ähnlich den Hypothekenpfandbriefen refinanzieren sich Kreditinstitute indem sie die Hypotheken der Schuldner als Wertpapier emittieren. Der wesentliche Unterschied besteht jedoch darin, dass bei MBS gleichzeitig das Kreditrisiko transferiert wird.¹²³

¹²² siehe Anlage VI, Tabelle: Pfandbrief Umlauf und Neuemission

¹²³ Vgl. Gruber, J./Gruber, W./Braun, H. (2005), S. 66-67

Bei der Finanzierungstechnik äußert sich dies wie folgt:¹²⁴

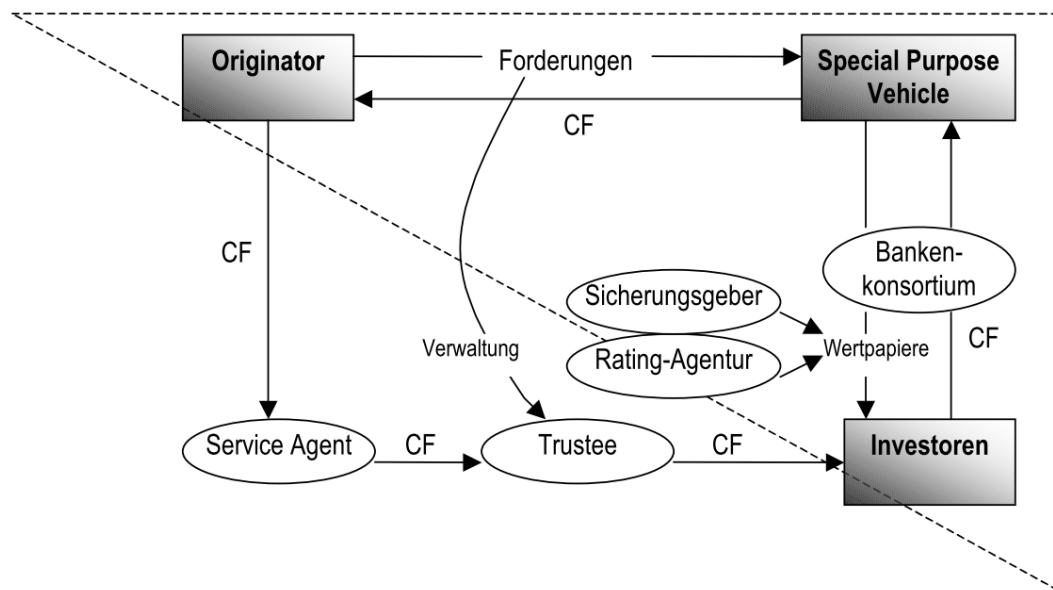


Abb. 8 Grundkonstruktion der ABS-Finanzierung

Der Sicherheitenpool wird aus der eigentlichen Bilanz der Bank (Originator) ausgegliedert und an eine Zweckgesellschaft übertragen. Dieses sogenannte Special Purpose Vehicle (SPV) kauft die Forderung und refinanziert sich, indem sie diese als Wertpapiere emittiert. Die Deckungsmasse der MBS ist also nicht das Vermögen der emittierenden Bank, sondern der Forderungspools des SPV und dessen Eigenkapital, welches üblicherweise nur mit insignifikanten Mindestanforderungen unterlegt wird.¹²⁵ Wertpapieranleger haben somit nur Ansprüche gegenüber dem SPV, nicht aber dem Kreditinstitut.

Im Gegensatz zum Hypothekendarlehen steht bei der Emission einer MBS genau ein (Teil-)Sicherheitenpool gegenüber. Die Zahlungsströme oder Cashflows (CF) von Zins- und Tilgungsraten der Darlehen bedienen nicht den Sicherheitenpool als Ganzes, sondern sind explizit an einen Forderungspool gekoppelt. Dieser wird in Risikobereiche tranchiert (Tranching). Je nach Risikoappetit des Anlegers kann ein Kreditportfolio erstellt werden, welches sich über Tranchen

¹²⁴ Vgl. Paul, 2004, S.1231

¹²⁵ Vgl. Rudolph, 2011, S.164

mit unterschiedlichen Ausfallwahrscheinlichkeiten bzw. Risikoprämien diversifiziert.¹²⁶

Während die Platzierung dem Bankenkonsortium unterliegt, wird die Bewertung des Forderungspools von externen Ratingagenturen durchgeführt.

Der Service Agent verteilt Zahlungsströme und übernimmt administrative und verwaltende Funktion wie Buchhaltung, Mahnwesen. Überwacht wird dieser vom Treuhänder (Trustee) welcher ebenfalls mit der treuhänderischen Verwaltung und Bewertung des Forderungspools vor Emission betraut wird.¹²⁷

Die MBS sind ein Finanzinstrument welches insbesondere zu einer verbesserten Risiko- und Informationstransformation beitragen soll. Das Tranchieren des Kreditrisikos in einzelne Risikoposition ermöglicht - theoretisch - eine individuelle Ausgestaltung eines Kreditportfolios während die neutrale Bewertung der Ratingagenturen die Informationsasymmetrie zwischen Originator und Investor mindert. In der Finanzkrise ist jedoch evident geworden, dass durch die komplexe Konstruktion der MBS gepaart mit Verbriefung und Weiterverbriefung, Risikopositionen die zunehmend intransparenter, aber auch risikointensiver werden.^{128 129}

¹²⁶ Vgl. Rudolph, 2011, S.165-166

¹²⁷ Vgl. Bigus, 2000, S. 465

¹²⁸ Vgl. Bigus, 2000, S. 466

¹²⁹ Vgl. Rudolph, 2011, S.165-166

4.3 Marktentwicklung

Börsennotierte Anlagevehikel haben, mit Ausnahme der Hypothekendarlehen, eine untergeordnete Rolle im Universum indirekter Immobilienanlagen.

Hypothekendarlehen sind nur im weiteren Sinne Immobilienanlagevehikel. Sie können aber in der Betrachtung nicht außen vor gelassen werden, da ihre Marktgröße fortdauernd die der Immobilienfonds übersteigt.

Bereits 1980 befanden sich Hypothekendarlehen in Höhe von 65 Milliarden Euro im Umlauf; bis 1996 wuchs der Markt auf 190 Milliarden Euro.¹³⁰ 2003 gipfelte der Umlauf bei 256 Milliarden Euro. In den Folgejahren sank die Emission von Hypothekendarlehen deutlich bedingt durch Renditeabstand zu anderen Darlehenssegmenten wie den öffentlichen Darlehen oder Jumbo-Darlehen. 2007 wurde mit einem Umlauf von 203 Milliarden Euro die Talsohle erreicht, die Neuemission von Hypothekendarlehen lag mit 26,8 Milliarden Euro ebenfalls auf einem Rekordtief.¹³¹

Der Ausbruch der Subprime-Krise in den USA hatte keinen unmittelbaren Auswirkungen auf deutsche Hypothekendarlehen. Während der Ausfall von Subprime-Mortgages innerhalb weniger Monate auch die MBS im Bereich der Senior-Tranchen angriff und abwertete, hatten alle Hypothekendarlehen Ende 2007 mindestens ein AA Rating.¹³²

Da sich die deutschen Hypothekendarlehen als krisenresistent erwiesen und die Nachfrage nach langfristigen Finanzierungsmöglichkeiten, insbesondere durch vermögensgegenstände besicherte Anlagegegenstände, hoch war, stieg die Emission von Hypothekendarlehen von 26,8 Milliarden auf 57 Milliarden für das Jahr 2008, bzw. auf 56,8 Milliarden Euro für das Jahr 2009, sprunghaft an.

¹³⁰ Vgl. Schulte, Bone-Winkel, Vogler 1998, S. 711

¹³¹ siehe Anlage V, Tabelle: Darlehen Umlauf und Neuemission

¹³² Vgl. vdp, 2007, S. 12

Durch die Ausweitung der Staatschuldenkrise im Euro-Raum ab 2010 begründet, wurden die Kapitalmärkte zusehends verunsichert. Da besonders der Absatz verbrieft Staatsanleihen zum Erliegen kamen, konzentrierten sich Pfandbriefbanken weiter auf das Hypothekengeschäft.¹³³

Auch 2012 wird der Hypothekenpfandbrief seine Marktpositionen, durch voraussichtliche Emissionen in Höhe 44 Milliarden Euro, weiter stärken können. Eine Trendwende ist auch für die nächsten Jahre nicht in Sicht. Durch die emmissionstarken Jahre 2003 und 2004 werden 2013 und 2014 eine Vielzahl an Hypothekendarlehen getilgt werden. Durch die Rückflüsse können erneut Hypotheken gewährt und im Umkehrschluss verbrieft werden. Seit 2009 befindet sich der Wohnungsmarkt im Aufschwung da Immobilien als Wertanlage wieder vermehrt nachgefragt werden. Gleichzeitig gibt es für Deutschland keine Anzeichen für einen konjunkturellen Abschwung insofern sich die krisenbetroffenen Euro-Staaten konsolidieren können – weiteres Wachstum des Marktes für Hypothekenpfandbriefe ist daher realistisch.

Im Gegensatz zu bereits angesprochenen Anlageformen sind Immobilienaktien und REITs ein relativ junges Marktsegment. 1995 stellte das Bankhaus Ellwanger und Geiger erstmals den DIMAX, vertreten durch 50 Immobiliengesellschaften mit einer Marktkapitalisierung von 7,5 Milliarden Euro, vor. Lediglich 4 Gesellschaften besaßen ein Grundkapital von mehr als 50 Millionen Euro und damit ein nennenswertes Immobilienportfolio.¹³⁴

1998 wurde der DIMAX um mehrere Gesellschaft erweitert und so die Liquidität des Index gesteigert. Immer mehr Anleger mischten Immobilienaktien ihrem Portfolio bei, 2000 konnten Immobiliengesellschaften bereits eine Marktkapitalisie-

¹³³ Vgl. Bettink, Börsen-Zeitung, 20.04.2012, Nummer 77, Seite 1

¹³⁴ Vgl. Schulte, Bone-Winkel, Vogler 1998, S. 661

rung von 17 Milliarden Euro verbuchen, wurden aber durch die weltweite Konsolidierungsphase an den Aktienmärkten in wieder abgewertet.¹³⁵

In der Folgezeit litten Immobiliengesellschaften unter der Popularität der Immobilienfonds. Deren Mittelzufluss im Jahr 2002 etwa, war so hoch wie die komplette Marktkapitalisierung des DIMAX.¹³⁶

Erst 2005 kam der Markt für Immobilienaktien wieder in Gang, als die Bundesregierung ankündigte im Folgejahr über einen Gesetzentwurf für REITs vorzustellen. Die Einführung des REIT wurde euphorisch erwartet. Durch den Verkauf von Immobilien an REITs würde die Möglichkeit für Unternehmen und Kommunen bestehen, ihr Immobilienvermögen, durch eine angedachte Exit-Tax, steuerschonend auszugliedern. Die Initiative Finanzstandort Deutschland (IFD) prognostizierte, dass Unternehmen so Kapital in Höhe von 60 Milliarden freisetzen könnten und der Fiskus dadurch bis zu 12 Milliarden an Steuern realisieren könnte.¹³⁷

REITs wurden Anfang 2008 rückwirkend zum 01.01.2007 eingeführt. 2008 befanden sich die weltweite Aktienkurse bereits im Abwärtstrend. Von zwölf potentiellen REITs eröffneten, mit dem Alstria Office REIT und dem Fair Value REIT, daher lediglich 2 Gesellschaften an der Börse.

Nach der Pleite der Lehmann Brothers fuhren sowohl Immobilienaktien als auch die beiden REITs starke Kursverluste ein. Bereits Ende 2009 kann sich ihre Kursentwicklung jedoch sukzessive rehabilitieren und im Jahre haben die beiden Anlageformen den Status quo vor Krisenbeginn.

Sollte der Gesetzgeber die Rahmenbedingung der REITs lockern, könnten diese in ihre angedachte Rolle schlüpfen. Besonders wenn er Hemmschwellen der

¹³⁵ Vgl. Die Welt, Jg. 50, 21.01.2000, Nr. 17, S. 18

¹³⁶ Die Welt, Jg. 52, 24.10.2002, Nr. 248, S. 21

¹³⁷ Vgl. Haimann, Financial Times Deutschland Online, 2005 abrufbar unter:
<http://www.ftd.de/politik/deutschland/immobilien-eichel-laesst-anleger-und-unternehmen-bei-rei-ts-zappeln/1109414184093.html>

zwingenden Börsennotierung und dem Ausschluss von Bestandswohnmobilien überkommen werden würden, könnten REITs das Fehlen einer Immobilienanlage im Core-Risikobereich kompensieren, welches die kriselnden Immobilienfonds hinterlassen.

5 Fazit und Ausblick

Ausgehend von der Finanzkrise erlebt das Anlageuniversum indirekter Immobilienanlagen große Veränderung. Die Insolvenz der Lehmann Brothers im Oktober 2008 hatte die komplette Finanzwelt in Chaos gestürzt – alle deutschen Immobilienanlagevehikel mit eingeschlossen. Nichtsdestotrotz hätte die darauf folgende Entwicklung der Anlageformen unterschiedlicher nicht sein können.

Die offenen Immobilienfonds sind unmittelbar mit den Turbulenzen am Kapitalmarkt in eine tiefe Krise gefallen. Bis 2017 hält die Bereinigung dieses Marktsegments an. In den kommenden Jahren steht die Branche daher vor der Herausforderung, dass Vertrauen der Anleger wieder zurückzugewinnen. Die Bundesregierung plant mit der Eliminierung einiger Konstruktionsfehler, durch die Umsetzung der AIFM-Richtlinien, das Konstrukt der offenen Immobilienfonds nachhaltiger zu gestalten.

Der zweite große Verlierer der Krise sind die REITs. Da ihre Assimilierungsphase unmittelbar in die Finanzkrise fiel, hatten sie keine Chance sich am Markt zu etablieren. Ob REITs ihr unterstelltes Potential ausschöpfen werden können, wenn sich die Finanzmarkt wieder beruhigt haben, oder ob ihre Regulierung auch zukünftig Anleger abschrecken wird, bleibt abzuwarten.

Geschlossene Immobilienfonds und Hypotheken hingegen konnten ihre Marktposition stärken. Als trägere Anlageformen waren sie im Krisenjahr 2008 nicht von Kapitalflucht betroffen. In den Folgejahren genossen sie das Vertrauen der Anleger und konnten kontinuierlich wachsen. Nicht zuletzt weil der deutsche Immobilienmarkt zu jedem Zeitpunkt absolut intakt war. Insofern drohende massive Konjunkturunbrüche im Zuge der Euro-Krise ausbleiben, werden sie auch in den Folgejahren eine attraktive Form der Immobilienanlage bleiben.

Quellenverzeichnis

Bücher:

- (1) Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht: Jahresbericht der BaFin, Berlin, 2008.
- (2) Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht: Jahresbericht der BaFin, Berlin, 2008.
- (3) Bettink, Börsen-Zeitung, 20.04.2012, Nummer 77, Seite 1.
- (4) Bigus, Jochen: Finanzierung über Factoring und Finanzierung über Asset-Backed-Securities im Vergleich, in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 2000, S. 465-467.
- (5) Borio, Claudio: The Financial Turmoil of 2007: A Preliminary Assessment and Some Policy Considerations, BIS Working Paper, Basel 2008.
- (6) Bromberg, Benjamin: The Origin of Banking: Religious Finance in Babylonia in the Journal of Economic History 2, Nr. 1, 1942.
- (7) Brunner Marlies: Kapitalanlage mit Immobilien: Produkte – Märkte – Strategien, Berlin, 2008.
- (8) Expertenrat der Bundesregierung: Strategien für den Ausstieg des Bundes aus krisenbedingten Beteiligungen an Banken, Gutachten Januar 2011.
- (9) Gruber, J./ Gruber, W./ Braun, H.: Praktikerhandbuch Asset-backed-Securities und Kreditderivate, Strukturen, Preisbildung, Anwendungsmöglichkeiten, aufsichtliche Behandlung, Stuttgart, 2005.

- (10) International Organization of Securities Commissions IOSCO: Report of the Subprime Crisis. Final Report of the Technical Committee of IOSCO, 2008.
- (11) KPMG: The future of the UK-REIT regime – a consultation update, Donnelley, 2012.
- (12) Krassin, Annika/ Tran Thi Mai Yen/ Lieven Theo: Asset Backed Securities (ABS) und ihr Einfluss auf die Entwicklung der Finanzkrise, in: Lieven, Theo (Hrsg.): Der Werdegang der Krise, 2009.
- (13) Mian, Atif/Sufi, Amir: The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the 2007 Mortgage Default Crisis, Working Paper, University of Chicago Graduate School of Business, 2008.
- (14) Paul, Steve: Asset Backed Securities – Patentrezept für die Mittelstandsfinanzierung, in: Wirtschaftsstudium, 2004.
- (15) Pilz, Gerald: Immobilienaktien und REITs: Investmentchance für Anleger, Kornwestheim, 2007.
- (16) Rehkugler, Heinz: Die Immobilie als Kapitalmarktprodukt, Freiburg, 2008.
- (17) Rudolph, Bernd/ Bähr Johannes/ Eugen-Gutmann-Gesellschaft e.V (Hrsg.): 1931 Finanzkrisen 2008, München, 2011.
- (18) Rydberg, Sven: Stora Kopparberg - 1000 years of an industrial activity, 1979.
- (19) Schulte, Karl-Werner: Immobilienökonomie: Band I Betriebswirtschaftliche Grundlagen, München, 2000.
- (20) Schulte, Karl-Werner/ Stephan Bone-Winkel/ Jochen H. Vogler: Handbuch Immobilien-Investitionen, Köln, 1998.

- (21) Sebastian, Steffen/ Steininger, Bertram/Wagner-Hauber, Melanie:
Vor- und Nachteile von direkten und indirekten Immobilienanlagen,
Studie der Internation Real Estate Business School Regensburg,
Regensburg, 2010.
- (22) Voigtländer, Michael: Die Subprime-Krise in der Retroperspektive, in:
Verband deutscher Pfandbriefbanken (Hrsg.): Immobilien-Banking
2008-2009, Berlin, 2008.
- (23) Verein deutscher Pfandbriefbanken: VDP - Jahresbericht 2007,
Berlin, 2008

Zeitungsartikel:

- (1) Immobilien Zeitung Nr. 4 vom 15.02.2002 Seite 5
- (2) Immobilien Zeitung Nr. 4 vom 10.02.2005 Seite 4
- (3) Vgl. Bettink, Börsen-Zeitung, 20.04.2012, Nummer 77

Digitale Medien:

- (1) Presstext Austria, 02.03.2000:
<http://www.presstext.com/news/20000302046>
letztmalig aufrufbar: 24.09.2012
- (2) Statistisches Bundesamt, Wohnsituation–Entwicklung der Eigentümerquote:
<https://www.destatis.de/DE/ZahlenFakten/GesellschaftStaat/EinkommenKonsumLebensbedingungen/Wohnen/Tabellen/EntwicklungEigentuemmerquote.html>
letztmalig aufrufbar: 24.09.2012
- (3) Bundesverband für Investmentfonds und Assetmanagement, Chronologie der Investmentfondsanlage:
http://www.bvi.de/de/investmentfonds/basiswissen/download/2010_09_28_1F-Geschichte.pdf
letztmalig aufrufbar: 24.09.2012

- (4) SoFFin, Pressemitteilung zum 9. Dezember 2009r:
http://www.fmsa.de/de/presse/pressemitteilungen/2009/20091209_pressenotiz_soffin.html
letztmalig aufrufbar: 24.09.2012
- (5) Heldt, Gabler Wirtschaftslexikon Online::
<http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Archiv/6451/immobilienfonds-v6.html>
letztmalig aufrufbar: 24.09.2012
- (6) Scope, Pressemitteilung zum 07.10.2011:
http://www.scope.de/aktuelles/mitteilung-details?id=962&KeepThis=true&TB_iframe=true&width=900&height=600
letztmalig aufrufbar: 24.09.2012
- (7) Handelsblatt Online, 14.12.2005:
<http://www.handelsblatt.com/finanzen/fonds/nachrichten/nach-der-schliessung-des-grundbesitz-invest-fonds-probleme-belasten-deutsche-bank/2588628.html>
letztmalig aufrufbar: 24.09.2012
- (8) Bundesverband für Investmentfonds und Assetmanagement, Pressemitteilung zum 17.09.2012:
http://www.bvi.de/de/presse/pressemitteilungen/presse2012/2012_08_17/2012_08_17_AIFM-Richtlinie_Umsetzung_Stellungnahme_web.pdf
letztmalig aufrufbar: 24.09.2012
- (9) Scope, Pressemitteilung zum 05.04.2012:
http://www.scope.de/aktuelles/mitteilung-details?id=2078&KeepThis=true&TB_iframe=true&width=900&height=600
letztmalig aufrufbar: 24.09.2012
- (10) Fromme, Hädicke, Financial Times Deutschland Online, 04.09.2012:
<http://www.ftd.de/unternehmen/versicherungen/:verbot-von-immobilienspezialfonds-versicherer-schlagen-alarm/70085575.html>
letztmalig aufrufbar: 24.09.2012

- (11) Immobilienzeitung Online, 20.08.2012:
<http://www.immobilien-zeitung.de/1000010296/aifm-verbaende-gehen-in-clinch-mit-ministerium>
letztmalig aufrufbar: 24.09.2012
- (12) Verband geschlossener Fonds, Zur Konstruktion eines geschlossenen Fonds:
<http://www.vgf-online.de/rund-um-fonds/konstruktion-eines-geschlossenen-fonds.html>
letztmalig aufrufbar: 24.09.2012
- (13) Röbisch, Financial Times Deutschland Online, 30.09.2010:
<http://www.ftd.de/unternehmen/finanzdienstleister/liquidierung-immofonds-schliessung-nur-die-spitze-des-eisbergs/50176747.html>
letztmalig aufrufbar: 24.09.2012
- (14) Atzler, Brandes, Röbisch, Börse Online, 18.11.2010:
<http://www.boerse-online.de/fonds/nachrichten/fonds/:Offene-Immobilienfonds--Milliarden-in-der-Betonfalle/618741.html?p=2>
letztmalig aufrufbar: 24.09.2012
- (15) Schwerdtfeger, Handelsblatt Online, 03.06.2012:
<http://www.handelsblatt.com/finanzen/fonds/nachrichten/vertrauenskrise-das-ende-der-immobilienfonds/6700406.html>
letztmalig aufrufbar: 24.09.2012
- (16) DMB, Stellungnahme vom 15.10.2009 abrufbar unter:
<http://www.mieterbund.de/wohn-reits.html>
letztmalig aufrufbar: 24.09.2012
- (17) VDP, vdp-Kurve (Hypothekendarlehen), 2012 abrufbar unter:

http://www.pfandbrief.de/cms/_internet.nsf/tindex/de_812.htm?OpenDocument&95795CD6E0B1F917C125754600391F81

letztmalig aufrufbar: 24.09.2012

- (18) Haimann, Financial Times Deutschland Online, 02.03.2005:

<http://www.ftd.de/politik/deutschland/:immobilien-eichel-laesst-anleger-und-unternehmen-bei-rei-ts-zappeln/1109414184093.html>

letztmalig aufrufbar: 24.09.2012

Anlage I

BVI-Investmentstatistik, 2012: Zeitreihe Publikumsfonds, Spezialfonds und Vermögen

Vermögen der Publikumsfonds¹⁾

	Aktienfonds		Rentenfonds		Mischfonds und sonstige Fonds		Wertgesicherte Fonds ²⁾		Geldmarkt-fonds		Offene Immobilien-fonds		Nachrichtlich davon Dachfonds	
Jahr	Anzahl	Mio. €	Anzahl	Mio. €	Anzahl	Mio. €	Anzahl	Mio. €	Anzahl	Mio. €	Anzahl	Mio. €	Anzahl	Mio. €
1950	2	1	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
1955	3	15	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
1959	14	1.159	–	–	–	–	–	–	–	1	7	–	–	–
1960	19	1.609	–	–	–	–	–	–	–	1	14	–	–	–
1962	23	1.340	–	–	–	–	–	–	–	1	41	–	–	–
1965	23	1.603	–	–	–	–	–	–	–	2	120	–	–	–
1966	23	1.445	2	40	–	–	–	–	–	3	142	–	–	–
1970	42	3.183	13	1.437	–	–	–	–	–	5	301	–	–	–
1975	38	4.806	19	2.779	15	309	–	–	–	7	1.399	–	–	–
1980	45	4.238	33	9.649	20	525	–	–	–	8	2.258	–	–	–
1981	45	3.613	34	8.796	21	483	–	–	–	8	2.322	–	–	–
1982	46	3.535	35	10.462	19	529	–	–	–	8	2.581	–	–	–
1983	54	4.751	39	11.413	19	570	–	–	–	8	3.435	–	–	–
1984	54	4.368	44	14.650	19	604	–	–	–	8	3.908	–	–	–
1985	56	5.707	49	18.995	19	719	–	–	–	9	4.360	–	–	–
1986	57	5.645	57	24.371	21	814	–	–	–	9	5.101	–	–	–
1987	63	4.384	62	28.774	24	602	–	–	–	9	6.691	–	–	–
1988	78	5.971	97	46.718	25	658	–	–	–	10	7.676	–	–	–
1989	98	7.881	132	54.733	31	811	–	–	–	12	8.216	–	–	–
1990	110	7.829	163	54.092	35	815	–	–	–	12	8.390	–	–	–
1991	123	8.522	209	67.070	37	1.579	–	–	–	12	9.807	–	–	–
1992	172	9.725	319	99.089	42	1.095	–	–	–	14	13.690	–	–	–
1993	203	19.690	392	116.304	58	2.291	–	–	–	14	21.840	–	–	–
1994	251	24.863	445	109.435	56	2.470	–	27	25.052	14	25.764	–	–	–
1995	277	26.168	510	111.925	70	2.783	–	48	29.809	14	29.694	–	–	–
1996	334	33.330	573	118.856	87	4.283	–	50	25.749	14	37.023	–	–	–
1997	413	60.030	607	123.053	99	6.052	–	54	22.097	15	40.493	–	–	–
1998	493	87.085	630	122.317	144	8.538	–	60	27.293	16	43.137	–	–	–
1999	655	180.326	585	113.593	203	20.194	–	64	33.355	17	50.403	47	5.849	–
2000	859	223.467	619	106.890	309	35.045	–	70	31.241	19	47.919	156	20.840	–
2001	1.053	186.181	652	112.918	410	38.709	–	85	50.414	19	55.868	287	26.647	–
2002	1.206	125.648	648	116.110	473	35.618	–	80	58.497	22	71.165	352	24.988	–
2003	1.158	142.623	672	115.075	496	43.843	54	6.902	96	68.548	26	85.172	347	25.982
2004	1.151	149.236	792	135.297	560	49.740	80	7.170	104	59.978	30	87.191	364	28.695
2005	1.158	189.797	820	170.677	611	64.783	96	9.041	116	65.842	35	85.129	403	39.895
2006	1.844	247.644	1.191	170.702	873	93.993	177	17.841	182	77.688	39	75.545	465	50.596
2007	2.175	247.142	1.344	154.487	1.258	122.727	233	22.392	248	100.799	42	83.426	601	52.524
2008	2.535	145.018	1.511	149.914	1.559	88.625	237	29.121	255	78.828	44	84.252	702	45.523
2009	2.462	197.743	1.371	149.739	2.036	131.329	281	34.587	244	51.181	45	87.076	678	54.225
2010	2.452	238.006	1.432	157.824	2.146	151.079	284	35.330	223	42.169	44	85.781	624	59.332
2011	2.482	205.650	1.569	178.513	2.248	134.280	284	33.139	110	14.373	46	85.208	630	51.879

¹⁾ inklusive ausländischer Fonds deutscher Provenienz; ab 2006 auch einschließlich ausländischer Fonds mit Absatz in Deutschland

²⁾ Wertgesicherte Investmentfonds sind erst seit 2003 erfasst. Sie wurden in den vorangegangenen Jahren zu den Aktien-, Renten- oder Mischfonds zugerechnet.

Stichtag: jeweils Jahresultimo;

Quelle: BVI, Deutsche Bundesbank (Daten bis 1970)

Mittelaufkommen der Publikumsfonds (netto)¹⁾

	Aktienfonds	Rentenfonds	Mischfonds und sonstige Fonds	Wert- gesicherte Fonds ²⁾	Geldmarkt- fonds	Offene Immobilien- fonds	insgesamt	Nach- richtlich Dachfonds
Jahr	in Mio. €	in Mio. €	in Mio. €	in Mio. €	in Mio. €	in Mio. €	in Mio. €	in Mio. €
1950–1954	4	–	–	–	–	–	4	–
1955–1959	652	–	–	–	–	6	658	–
1960–1964	695	–	–	–	–	66	761	–
1965–1969	1.837	1.359	–	–	–	113	3.309	–
1970–1974	2.343	1.491	–	–	–	948	4.782	–
1975–1979	2.042	8.673	–	–	–	711	11.426	–
1980–1984	–1.573	2.944	–	–	–	1.393	2.764	–
1985–1989	19	33.483	–	–	–	3.979	37.481	–
1990–1994	16.752	45.561	2.631	–	24.921	15.328	105.193	–
1995–1999	71.729	–14.967	10.160	–	5.008	23.751	95.681	5.027
2000–2004	93.719	11.661	26.525	2.628	19.216	36.172	189.921	27.430
2005–2009	–5.601	–9.270	76.491	18.977	–10.518	–373	69.706	26.930
1980	–437	–264	–23	–	–	100	–624	–
1981	–534	–719	–37	–	–	–44	–1.334	–
1982	–352	633	9	–	–	170	460	–
1983	323	845	–27	–	–	778	1.919	–
1984	–573	2.294	–7	–	–	387	2.101	–
1985	–478	4.289	–19	–	–	383	4.175	–
1986	–354	6.132	71	–	–	678	6.527	–
1987	310	5.551	56	–	–	1.547	7.464	–
1988	297	15.739	29	–	–	1.121	17.186	–
1989	244	10.500	55	–	–	251	11.050	–
1990	1.459	1.512	209	–	–	–118	3.062	–
1991	785	10.500	772	–	–	1.024	13.081	–
1992	1.293	27.739	6	–	–	3.042	32.080	–
1993	5.731	4.938	845	–	–	7.466	18.980	–
1994	7.484	872	799	–	24.921	3.914	37.990	–
1995	567	–6.461	235	–	4.325	3.489	2.155	–
1996	1.344	–713	1.022	–	–4.346	7.113	4.420	–
1997	15.055	–647	1.183	–	–4.041	3.274	14.824	–
1998	19.501	–5.887	1.868	–	4.753	2.392	22.627	–
1999	35.262	–1.259	5.852	–	4.317	7.483	51.655	5.027
2000	73.970	–8.162	13.778	–	–2.059	–2.821	74.706	15.920
2001	13.090	2.283	4.961	–	17.673	7.312	45.319	6.989
2002	2.899	–462	4.109	1.171	8.482	14.903	31.102	4.311
2003	4.369	6.516	921	1.859	4.210	13.720	31.595	–540
2004	–609	11.486	2.756	–402	–9.090	3.058	7.199	750
2005	3.264	31.484	10.051	1.311	4.722	–3.428	47.404	5.860
2006	–7.825	1.643	16.411	4.390	10.506	–7.395	17.730	7.871
2007	–14.282	–17.405	27.300	4.056	24.363	6.608	30.640	2.120
2008	–1.148	–24.112	10.527	6.252	–19.926	627	–27.780	9.259
2009	14.390	–880	12.202	2.968	–30.183	3.215	1.712	1.820
2010	10.222	9.875	14.476	97	–16.831	1.580	19.419	955
2011	–2.266	–5.807	–6.932	–2.560	–255	1.214	–16.606	–2.127

¹⁾ Publikumsfonds mit Absatz in Deutschland

²⁾ Fonds dieser Gruppe wurden in den vorangegangenen Jahren den Aktien-, Renten- oder Mischfonds zugerechnet.

Stichtag: jeweils Jahresultimo;

Quelle: BVI, Deutschen Bundesbank (Daten bis 1970)

Anlage II

Financial Times Deutschland Online, Immobilienfonds in der Abwicklung, 2012,

abrufbar unter:

<http://www.ftd.de/finanzen/immobilien/:krisenbranche-so-schlagen-sich-die-immofonds-in-abwicklung/70059553.html>

Elf im Aus Offene Immobilienfonds in Abwicklung

Immobilienfonds	ISIN	Fonds- volumen ¹ in Mrd. €	Höhe der letzten Auflösung Ausschüttung in € je Anteil	Auflösung bis
SEB Immoinvest	DE 000 980230 6	6,0	10,25	30.4.17
CS Euroreal	DE 000 975140 4	6,0	4,30	30.4.17
Kanam Grundinvest	DE 000 679180 9	3,6	2,80	31.12.16
Axa Immoselect	DE 000 984645 1	2,4	1,85 ²	20.10.14
Degi International	DE 000 800799 8	1,4	4,35	15.10.14
Degi Europa	DE 000 980780 0	0,8	3,00	30.9.13
TMW Immo. Weltfonds	DE 000 A0DJ32 8	0,6	2,30	31.5.14
M. Stanley P2 Value	DE 000 A0F6G8 9	0,6	3,50	30.9.13
Axa Immosolutions	DE 000 A0J3GM 1	0,4	k. A.	11.5.15
Degi Global Business	DE 000 A0ETSR 6	0,2	k. A.	30.6.14
Kanam US Grundinvest	DE 000 679181 7	– ³	2,14 ⁴	31.3.12

1) Stand: 30.4.2012 vor den jüngsten Auszahlungen; 2) bei Ausschüttung noch nicht in Abwicklung; 3) bereits vollständig liquidiert; 4) Ausschüttung in Dollar; Quelle: BVI, Unternehmen, Fondsbörse Hamburg

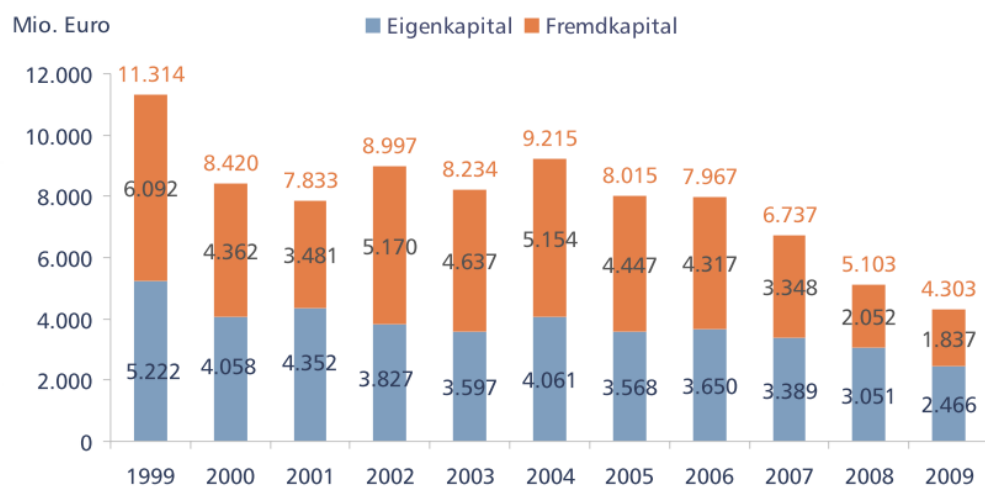
Anlage III

VGF Branchenzahlen 2009, Immobilien gesamt – Eigenkapital und Fondsvolumen

VGF Branchenzahlen 2009



Immobilien gesamt – Eigenkapital und Fondsvolumen

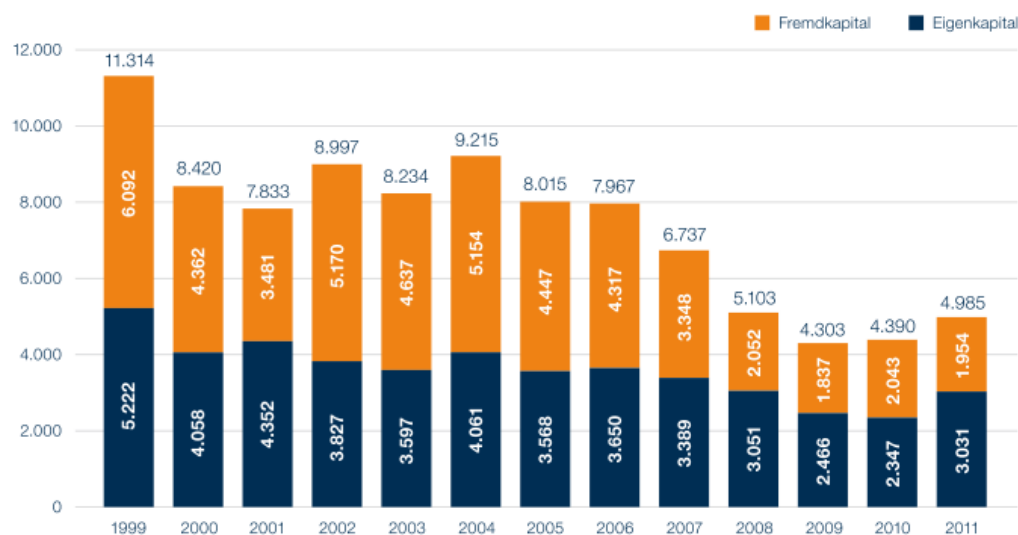


Anlage IV

VGF Branchenzahlen 2011, Immobilien gesamt – Eigenkapital und Fondsvolumen

Immobilien gesamt – Eigenkapital und Fondsvolumen

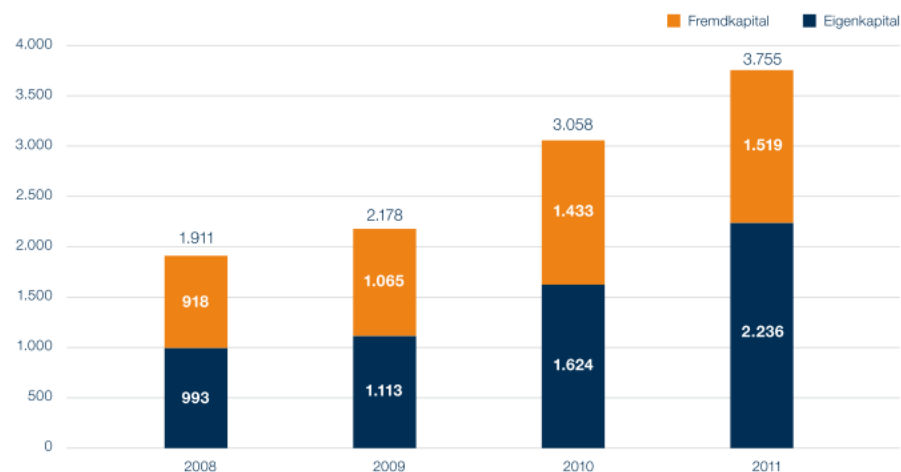
in Millionen Euro



VGF BRANCHENZAHLEN GESCHLOSSENE FONDS 2011

Immobilien Deutschland – Eigenkapital und Fondsvolumen

in Millionen Euro



Anlage V

Bankhaus Ellwanger und Geiger: DIMAX – Titelliste 2012

E&G-DIMAX Stand:		01.10.2012			
Gesellschaft		Schlusskurs Vortrag	Markt- kapitalisierung	Hoch	Tief
1ST RED AG	SXL GR Equity	0,48	9.700.000,76	0,90	0,20
AAA-AG ALLGEMEINE ANLAGEVERWA	AAA GR Equity	1,46	28.723.707,20	2,05	1,17
ADLER REAL ESTATE AG	ADL GR Equity	1,28	18.524.999,62	60,00	0,38
AGROB IMMOBILIEN AG	AGR GR Equity	10,63	36.194.797,52	11,80	0,50
AIRE GMBH & CO KGAA	ARE GR Equity	20,35	85.930.260,98	22,03	7,57
ALSTRIA OFFICE REIT-AG	AOX GR Equity	9,11	726.104.675,29	9,97	7,46
AMIRA VERWALTUNGS AG	VWK GR Equity	607,25	48.458.549,50	621,00	501,00
AREAL IMMOBILIEN UND BETEILI	KNS GR Equity	0,21	275.729,98	0,75	0,10
ARISTON REAL ESTATE AG	A3E GR Equity	1,05	10.429.900,17	2,03	0,92
AVW IMMOBILIEN AG	AV7 GR Equity	3,18	39.775.493,62	4,35	2,25
BASTFASERKONTOR AG	BFK GR Equity	1.850,00	17.538.000,11	2060,00	1840,00
BAU-VEREIN ZU HAMBURG AG	BVH GR Equity	4,66	108.887.962,34	4,85	3,48
BBI BÜRGERLICHES BRAUHAUS I	BBI GR Equity	13,10	63.824.802,40	13,92	9,60
BERLINER AG FUER BETEILIGUNG	BFI GR Equity	40,00	639.999,99	960,00	20,00
COLONIA REAL ESTATE AG	KBU GR Equity	3,88	171.213.012,70	4,18	2,50
CR CAPITAL REAL ESTATE AG	CRZ GR Equity	0,36	5.565.000,06	0,60	0,31
CWI REAL ESTATE AG	CW6 GR Equity	2,50	6.875.000,00	4,96	2,50
DESIGN BAU AG	D2B GR Equity	1,63	8.447.999,95	2,40	1,42
DEUTSCHE BEAMTENVORSORGE IMM	DVU GR Equity	0,01	67.445,40	0,03	0,00
DEUTSCHE EUROSOP AG	DEQ GR Equity	29,06	1.515.897.949,22	31,40	22,89
DEUTSCHE GRUNDSTUECKSAUKTION	DGR GR Equity	12,37	19.526.000,46	12,82	9,30
DEUTSCHE IMMOBILIEN HOLDING	DEG1 GR Equity	2,56	179.970.001,22	2,73	1,30
DEUTSCHE REAL ESTATE	DRE2 GR Equity	0,32	5.145.549,77	0,95	0,04
DEUTSCHE WOHNEN AG-BR	DWNI GR Equity	13,71	2.062.911.132,81	14,50	8,69
DIC ASSET AG	DAZ GR Equity	7,39	332.649.597,17	8,00	4,71
DR REAL ESTATE AG	DOL GR Equity	0,29	2.265.106,92	32,00	0,23
ESTAVIS AG	E7S GR Equity	1,75	26.596.353,53	2,26	1,63
FAIR VALUE REIT-AG	FVI GR Equity	4,82	44.212.345,12	5,00	3,35
FRANCONFURT AG	FFM GR Equity	7,79	57.660.797,12	8,90	5,95
GAG IMMOBILIEN AG-PRF	GWK3 GR Equity	38,15	666.104.431,15	38,80	30,45
GAGFAH SA	GFJ GR Equity	7,93	1.603.104.003,91	9,08	3,63
GATEWAY REAL ESTATE AG	GTY GR Equity	1,80	4.641.999,72	2,30	0,93
GBW AG	GWB GR Equity	21,98	1.233.959.960,94	23,00	12,42
GERMANIA-EPE AG	BSG GR Equity	1,85	3.700.000,05	2,39	0,75
GIEAG IMMOBILIEN AG	ZGI GR Equity	1,05	4.296.599,86	1,31	0,75
GRETA AG	GTL GR Equity	0,17	3.882.749,80	0,35	0,16
GSW IMMOBILIEN AG	GIB GR Equity	28,98	1.473.852.539,06	31,22	19,51
GWB IMMOBILIEN AG	G7B GR Equity	0,15	1.063.125,01	0,87	0,04
HAHN IMMOBILIEN BETEILIGUNGS	H4I GR Equity	2,15	27.758.052,83	2,52	1,47
HAMBORNER REIT AG	HAB GR Equity	6,97	320.227.325,44	7,66	3,76
HASEN-IMMOBILIEN AG	ABH GR Equity	84,80	39.360.000,61	90,00	58,00
HELMA EIGENHEIMBAU AG	H5E GR Equity	9,91	28.059.459,69	10,92	7,22
IC IMMOBILIEN HOLDING AG	I7O GR Equity	3,88	11.444.322,59	5,50	3,00
IFM IMMOBILIEN AG	IFM GR Equity	11,89	113.835.685,73	13,25	7,71
IMW IMMOBILIEN SE	GARY GR Equity	3,01	49.564.659,12	6,37	2,31
INCITY IMMOBILIEN AG	IC8 GR Equity	1,97	21.102.245,33	2,66	1,95
INFORMICA REAL INVEST AG-BR	IDE GR Equity	1,25	11.412.500,38	1,34	0,99
IVG IMMOBILIEN AG	IVG GR Equity	1,81	378.764.434,81	3,79	1,25
JK WOHNBAU AG	JWB GR Equity	3,49	67.898.277,28	7,55	3,00
KWG KOMMUNALE WOHNEN AG	BIW GR Equity	5,08	73.171.714,78	5,62	4,78
MAGNAT REAL ESTATE AG	M5RK GR Equity	0,34	4.738.075,73	0,85	0,21
NYPHENBURG IMMOBILIEN	LBN GR Equity	347,98	195.550.842,29	368,00	3,15
OAB OSNABRUECKER ANLAGEN	OAB GR Equity	0,52	6.900.000,10	0,80	0,00
ORCO GERMANY S.A.	O5G GR Equity	0,36	19.508.533,48	0,89	0,29
PATRIZIA IMMOBILIEN AG	P1Z GR Equity	4,51	259.763.793,95	5,24	2,79
POLIS IMMOBILIEN AG	PQL GR Equity	10,07	108.526.812,99	10,07	8,73
PRIMAG AG	P9R GR Equity	2,36	10.147.999,76	2,55	1,73
PRIME OFFICE REIT-AG	PMO GR Equity	3,38	177.795.227,05	4,93	2,73
RCM BETEILIGUNGS AG	RCM GR Equity	1,52	20.977.525,53	1,58	1,36
REALQUADRAT IMMOBILIEN AG	ROX GR Equity	0,92	5.984.999,66	1,02	0,50
RUECKER IMMOBILIEN AG	RUC GR Equity	1,80	4.751.999,86	2,00	1,68
SCHLOSSGARTENBAU AG	SGB GR Equity	615,00	127.260.002,14	670,00	511,24
SEDLMAYR GRUND UND IMMO	SPB GR Equity	1.450,00	1.015.899.047,85	1450,00	1249,16
SINER AG	SIN GR Equity	14,82	25.786.800,38	16,47	13,40
SPAG ST PETERSBURG IMMOBIL	PIB3 GR Equity	3,90	253.500,01	6,80	2,50
STERN IMMOBILIEN AG	SY5 GB Equity	18,50	28.865.438,46	18,50	15,50
TAG IMMOBILIEN AG	TEG GR Equity	8,35	829.850.158,69	8,45	5,58
VIB VERMOEGEN AG	VIH GR Equity	8,78	187.693.695,07	9,30	6,40
VIVACON AG	VIA GR Equity	0,58	18.709.356,31	1,14	0,57
WESTGRUND AG	WEG1 GR Equity	2,69	50.178.558,35	2,84	1,79
WINDSOR AG	WIR GR Equity	1,52	21.125.213,62	1,91	0,87
YOUNIQ AG	YOU GR Equity	5,25	53.674.396,51	6,51	4,20
ZUCKER & CO IMMOBILIEN	ZUK GR Equity	0,14	43.700,00	0,65	0,05
			14.945.189.942		
Veränderung	30. Dez 2011	aktuell	%		
E&G-DIMAX	233,01	233,53	28,00		
Dax	5898,35	7216,15	22,34		

Anlage VI

VDP – Statistiken zum Pfandbriefmarkt: Umlauf und Neuemission

2003-2011

Pfandbrief-Umlauf (Mio. EUR)		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Öffentliche Pfandbriefe		797.492	760.264	734.713	720.835	677.656	578.974	486.406	412.090	355.578
Hypothekendarlehen		236.027	246.636	237.547	223.306	206.489	217.367	225.100	219.547	223.676
Schaffungsdarlehen		3.172	3.212	3.670	4.669	4.413	9.282	7.954	7.865	6.441
Summe Pfandbrief-Umlauf		1.056.691	1.010.112	975.990	948.810	888.558	805.623	719.460	629.842	585.590
Lumbo Pfandbriefe		413.200	391.400	372.600	345.640	312.538	279.176	233.300	178.818	149.732
Traditionelle Pfandbriefe		642.991	618.712	603.330	603.170	576.200	526.447	485.960	461.024	436.238
Summe Pfandbrief-Umlauf		1.056.691	1.010.112	975.990	948.810	888.558	805.623	719.460	629.842	585.590
Öffentliches Angebot		672.091	575.463	567.910	512.621	427.073	362.461	317.755	245.056	213.231
Private Platzierung		384.600	433.649	408.050	436.189	461.485	443.162	401.705	394.786	372.550
Summe Pfandbrief-Umlauf		1.056.691	1.010.112	975.990	948.810	888.558	805.623	719.460	629.842	585.590
Pfandbriefe in EUR		1.030.959	965.370	952.485	922.878	863.594	778.623	690.510	620.420	565.529
Pfandbriefe in Fremdwährung		25.732	24.742	23.445	25.932	24.964	27.000	28.950	19.422	20.461
Summe Pfandbrief-Umlauf		1.056.691	1.010.112	975.990	948.810	888.558	805.623	719.460	629.842	585.590
Pfandbriefe mit festem Kupon		901.004	833.345	845.386	823.130	779.338	689.124	619.564	546.291	493.983
Pfandbriefe mit variablem Kupon		144.270	166.679	129.681	121.734	90.552	107.522	90.136	73.105	74.340
Summe Pfandbrief-Umlauf		1.056.691	1.010.112	975.990	948.810	888.558	805.623	719.460	629.842	585.590
Restlaufzeit Pfandbrief (Umlauf Jahre)		4,6	4,8	5,0	5,4	5,6	5,3	5,2	5,9	5,6
Pfandbrief-Neuemissionen (Mio. EUR)										
Öffentliche Pfandbriefe		151.690	131.506	137.235	129.432	107.913	89.522	52.251	41.574	30.990
Hypothekendarlehen		57.621	40.773	33.722	35.336	26.834	57.345	56.652	42.216	40.111
Schaffungsdarlehen		2.103	1.646	1.742	2.374	628	1.286	1.389	895	895
Summe Pfandbrief-Neuemissionen		211.414	173.925	172.699	167.162	135.375	152.921	110.389	86.579	72.796
Lumbo Pfandbriefe		49.725	44.075	47.950	42.660	33.105	27.415	19.275	16.650	21.100
Traditionelle Pfandbriefe		161.689	129.850	124.749	124.502	102.270	125.506	91.114	70.329	51.696
Summe Pfandbrief-Neuemissionen		211.414	173.925	172.699	167.162	135.375	152.921	110.389	86.579	72.796
Öffentliches Angebot		138.568	109.423	106.895	76.935	57.973	67.337	43.507	38.985	42.557
Private Platzierung		72.456	64.502	65.804	90.227	77.402	85.584	66.882	47.594	30.239
Summe Pfandbrief-Neuemissionen		211.414	173.925	172.699	167.162	135.375	152.921	110.389	86.579	72.796
Pfandbriefe in EUR		203.306	172.085	168.931	159.340	131.897	149.137	107.488	84.459	68.365
Pfandbriefe in Fremdwährung		8.308	1.840	8.768	7.822	3.568	3.784	2.901	2.520	4.211
Summe Pfandbrief-Neuemissionen		211.414	173.925	172.699	167.162	135.375	152.921	110.389	86.579	72.796
Pfandbriefe mit festem Kupon		155.531	130.723	138.259	143.869	113.085	111.309	89.605	62.518	54.023
Pfandbriefe mit variablem Kupon		45.685	36.559	27.077	18.859	20.099	40.156	23.468	16.092	16.092
Pfandbriefe mit anderen Kupon		10.198	6.643	7.363	4.434	2.191	1.456	693	993	2.081
Summe Pfandbrief-Neuemissionen		211.414	173.925	172.699	167.162	135.375	152.921	110.389	86.579	72.796
Restlaufzeit Pfandbrief (Neuemissionen Jahre)		6,4	6,3	7,1	7,4	7,2	4,8	6,7	5,2	4,9
Umlauf und Neuemissionen (Mio. EUR)										
Öffentliche Pfandbriefe		75,5%	75,3%	75,3%	76,0%	76,3%	71,9%	67,6%	64,4%	60,7%
Hypothekendarlehen		24,2%	24,4%	24,3%	23,5%	23,2%	27,0%	31,3%	34,4%	38,2%
Schaffungsdarlehen		0,3%	0,3%	0,4%	0,5%	0,5%	1,2%	1,1%	1,2%	1,1%
Summe Pfandbrief-Umlauf		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Lumbo Pfandbriefe		39,2%	38,7%	38,2%	36,4%	35,2%	34,7%	33,5%	27,9%	25,6%
Traditionelle Pfandbriefe		60,8%	61,3%	61,8%	63,6%	64,8%	65,3%	67,5%	72,1%	74,4%
Summe Pfandbrief-Umlauf		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Öffentliches Angebot		63,6%	57,1%	58,2%	54,0%	48,1%	45,0%	44,2%	38,3%	36,5%
Private Platzierung		36,4%	42,9%	41,8%	46,0%	51,9%	55,0%	55,8%	61,7%	63,5%
Summe Pfandbrief-Umlauf		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Pfandbriefe in EUR		97,6%	97,6%	97,6%	97,3%	97,2%	96,6%	96,0%	97,0%	96,5%
Pfandbriefe in Fremdwährung		2,4%	2,4%	2,4%	2,7%	2,8%	3,4%	4,0%	3,0%	3,5%
Summe Pfandbrief-Umlauf		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Pfandbriefe mit festem Kupon		85,3%	83,0%	86,6%	86,8%	88,8%	85,5%	86,1%	85,5%	84,5%
Pfandbriefe mit variablem Kupon		13,7%	15,9%	12,4%	12,8%	10,2%	13,3%	12,5%	12,2%	12,7%
Summe Pfandbrief-Umlauf		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Restlaufzeit Pfandbrief (Umlauf Jahre)		4,6	4,8	5,0	5,4	5,6	5,3	5,2	5,9	5,6
Umlauf und Neuemissionen (Mio. EUR)										
Öffentliche Pfandbriefe		71,8%	75,6%	79,5%	77,4%	79,7%	58,5%	47,3%	47,8%	42,6%
Hypothekendarlehen		27,3%	23,4%	19,5%	21,1%	19,8%	37,5%	51,5%	48,5%	56,2%
Schaffungsdarlehen		1,0%	0,9%	1,0%	1,4%	0,5%	4,0%	1,2%	3,7%	1,2%
Summe Pfandbrief-Neuemissionen		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Lumbo Pfandbriefe		25,5%	25,3%	27,8%	25,5%	24,5%	17,9%	17,5%	19,4%	29,0%
Traditionelle Pfandbriefe		76,5%	74,7%	72,2%	74,5%	75,5%	82,1%	82,5%	80,6%	71,0%
Summe Pfandbrief-Neuemissionen		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Öffentliches Angebot		65,7%	62,9%	61,9%	46,0%	42,8%	44,0%	39,4%	44,8%	58,2%
Private Platzierung		34,3%	37,1%	38,1%	54,0%	57,2%	56,0%	60,6%	55,2%	41,8%
Summe Pfandbrief-Neuemissionen		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Pfandbriefe in EUR		96,1%	98,9%	94,9%	95,3%	97,4%	97,5%	97,4%	97,1%	94,2%
Pfandbriefe in Fremdwährung		3,9%	1,1%	5,1%	4,7%	2,6%	2,5%	2,6%	2,9%	5,8%
Summe Pfandbrief-Neuemissionen		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Pfandbriefe mit festem Kupon		75,6%	75,2%	80,1%	86,1%	83,5%	72,8%	81,2%	71,9%	74,5%
Pfandbriefe mit variablem Kupon		21,6%	21,0%	15,7%	11,3%	14,8%	26,3%	18,3%	27,0%	22,9%
Pfandbriefe mit anderen Kupon		4,8%	3,8%	4,3%	2,7%	1,6%	1,0%	0,6%	1,1%	2,6%
Summe Pfandbrief-Neuemissionen		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Restlaufzeit Pfandbrief (Neuemissionen Jahre)		6,4	6,3	7,1	7,4	7,2	4,8	6,7	5,2	4,9

Selbstständigkeitserklärung

Hiermit erkläre ich, dass ich die vorliegende Arbeit selbstständig und nur unter Verwendung der angegebenen Literatur und Hilfsmittel angefertigt habe.

Stellen, die wörtlich oder sinngemäß aus Quellen entnommen wurden, sind als solche kenntlich gemacht.

Diese Arbeit wurde in gleicher oder ähnlicher Form noch keiner anderen Prüfungsbehörde vorgelegt.

Dresden, den 20.09.2012

Knebel, Nico